[ESG] 지배구조 선진화와 장기 상승 사이클의 시작

Heungkuk Securities

◆ 지주/유통/상사
박종렬
02) 6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

◆ 리서치센터장
황성진
02) 739-5937
hsj@heungkuksec.co.kr

◆ Junior Analyst
손일수
02) 6742-3532
ssm07010@heungkuksec.co.kr

Contents

I.	Summary	3p
II.	우리에게 절실한 선진형 지배구조	5p
III.	한국 지배구조의 현실과 개선방향	12p
IV.	금융선진국의 주요 사례	19p
V.	지배구조 선진화를 위한 주체별 노력	26p
VI.	선진형 지배구조 전환의 경제 및 주식시장 효익	33p
VII.	부록(Appendix)	43p

Heungkuk Securities

Part Ⅰ. Summary

Summary

지난해 신정부 출범과 함께 일련의 상법 개정, 자본시장 활성화 정책, 밸류업 프로그램 등 주주환원 확대에 대한 정책적 메시지가 동시다발적으로 제시되며 국내 주식시장은 단기간 가파른 상승세를 기록했다. 시장은 제도 변화 가능성을 선반영하며 기대감에 반응했다. 다만 정책 기대감이 만든 리레이팅은 일시적일 수 밖에 없다. 실제 정책 기반에 부응하는 변화들이 수반되어야 하는 시점이다.

코리아 디스카운트의 원인 중 하나로 작용해 왔던 지배구조의 구조적 한계를 극복하기 위한 움직임은 비로소 시작되는 단계라고 평가할 수 있다. 실질적인 지배구조 개선과 주주환원 확대가 뒤따를 때 구조적 디스카운트에서 벗어날 수 있다. 다행히 지금 현재 한국 시장은 상법 개정이라는 하향식 제도 정비와 더불어 기업의 자발적 행동 변화 움직임이 동시에 진행되고 있다는 것이다. 지배구조 개선은 이익 모멘텀과 독립된 별개의 시장 평가 동력(Multiple)으로 작용한다. COE의 구조적 하락은 PBR 상승의 주요 요인으로 작용할 것이다.

지배구조 개혁은 기업·정부·기관투자자 등이 동시에 움직일 때 선순환 구조를 형성할 수 있다. 기업은 자발적인 지배구조 개선 노력을 기울여야 한다. 또한 경영권 방어 논리에서 벗어나 자본의 수탁자로서 책임을 인식해야 하며, 잉여현금의 사용 원칙, 자본배분 기준, 경영진 보상 구조를 주주가치 중심으로 재정렬해야 한다. 정부는 상법 개정 이후 다양한 주제들에 대한 후속 입법 및 제도 정비에도 심혈을 기울여야 한다. 또한 기관투자자는 의결권 행사와 사전적 관여를 통해 지배구조가 작동하도록 만드는 핵심 주체로 역할을 전환해야 한다. 이러한 요소들이 변화된다면 시장 인프라 역시 선진적인 구조로 자리매김될 것이다.

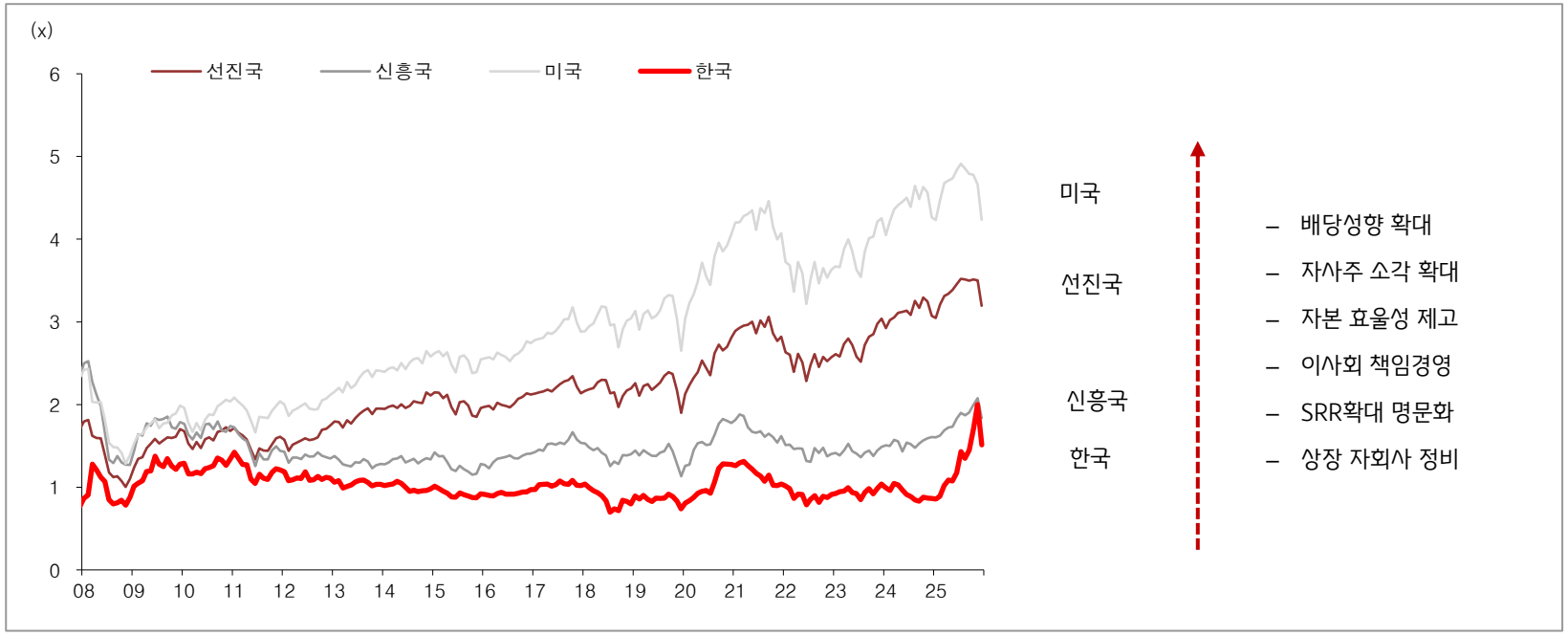
지배구조 선진화는 도덕적 명분이 아니라, 주식시장의 장기 우상향을 위한 필요조건이다. 정책 기대가 만든 랠리를 구조적 상승으로 전환할 수 있는 유일한 해법은, 정부의 제도적 방향성 설정과 기업의 행동 변화 및 투자자의 감시 기능이 동시에 작동하는 시장 구조를 만드는 것이다.

Part Ⅱ. 우리에게 절실한 선진형 지배구조

1. 왜 지금 지배구조 개선이 필요한가 (1/2)

- 새 정부 출범 이후 주가 급등으로 한국의 최근 12MF PBR(1.5배)은 신흥국 평균(1.8배) 수준에 근접함. 지난 2월말 기준으로는 2배로 신흥국 평균까지 회복, 3월 급락과 함께 밸류에이션 반납함. 여전히 선진국 평균 (3.1배) 및 미국 (4.2배) 수준에는 못 미치는 상황임
- 이러한 주가 리레이팅은 1) AI 수요 증가에 따른 반도체 실적 성장, 2) 3차례에 걸친 상법 개정 등으로 대표되는 주식시장 활성화 정책, 3) 주주가치 제고를 위한 정책적 노력 및 기업의 대응 등이 복합적으로 작용한 것. 다만, 본 리포트에서는 ESG 관점의 지배구조 측면에서 살펴 보고자 함. 주가 상승세를 더욱 탄력 있게 유지하기 위해서는 정책 기대감을 증명하는 기업의 실질적인 변화 또한 수반되어야 함

주요 국가별 12MF P/B 추이와 KOSPI Revaluation

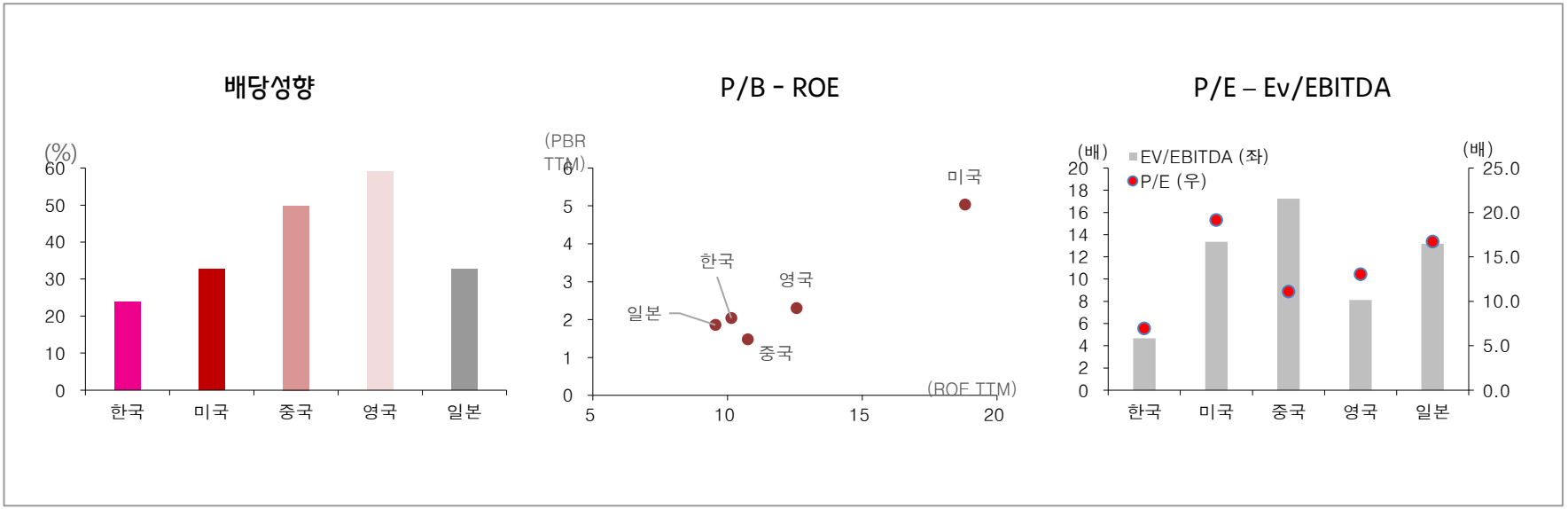


주: MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 자본시장 연구원, 흥국증권 리서치센터

1. 왜 지금 지배구조 개선이 필요한가 (2/2)

- 지배구조 논의는 한국 자본시장이 구조적 저평가에서 벗어나기 위한 핵심 조건이라는 점에서 중요한 의미. 지배구조 개선은 기업경영의 투명성과 책임성을 높이는 동시에 자본효율성을 제고하고 자본비용을 결정하는 핵심 투자변수로, 기업가치와 신뢰도를 높이는 핵심 요소
- 코리아 디스카운트 해소의 움직임 : 1) 3차례에 걸친 상법개정으로 지배구조 규율의 기본적인 틀이 마련됨 (이사의 충실의무 확대, 감사위원 분리선출, 집중투표제 의무화, 자사주 소각 의무화 등), 2) 밸류업 정책을 통해 기업의 주주가치 제고 움직임이 확대 중

주요 국가별 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

2. 선진형 지배구조의 정의

- 선진형 기업지배구조란 주주를 기업의 명목상 소유자가 아닌 '자본 제공자이자 최종 잔여청구권자(residual claimant)'로 명확히 인식하고, 이사회(Board)가 경영진을 대리인으로 감독·통제하며, 모든 경영 의사결정이 중장기 총주주수익률(TSR, Total Shareholder Return)의 극대화라는 단일한 기준 하에 이뤄지도록 제도·관행·인센티브가 정합적으로 설계된 상태를 의미
- 선진형 지배구조의 본질은 권한과 책임의 구조적 재배치에 있음. ① 의사결정의 중심이 이사회에 있고, ② 이사회가 자본배분·전략적 투자·경영진 보상에 실질적 권한을 행사하며, ③ 그 결과가 ROIC·TSR 등 계량 가능한 성과로 검증되는 구조를 뜻함
- 재무적 관점에서 선진형 지배구조는 ROE·ROIC가 자기자본비용(COE)과 가중평균자본비용(WACC)을 구조적으로 상회하도록 만드는 의사결정 시스템을 의미. PBR 1배 이상의 밸류에이션이 가능케 하는 구조적 프리미엄이 형성

전통적 지배구조 vs 선진형 지배구조의 차이점

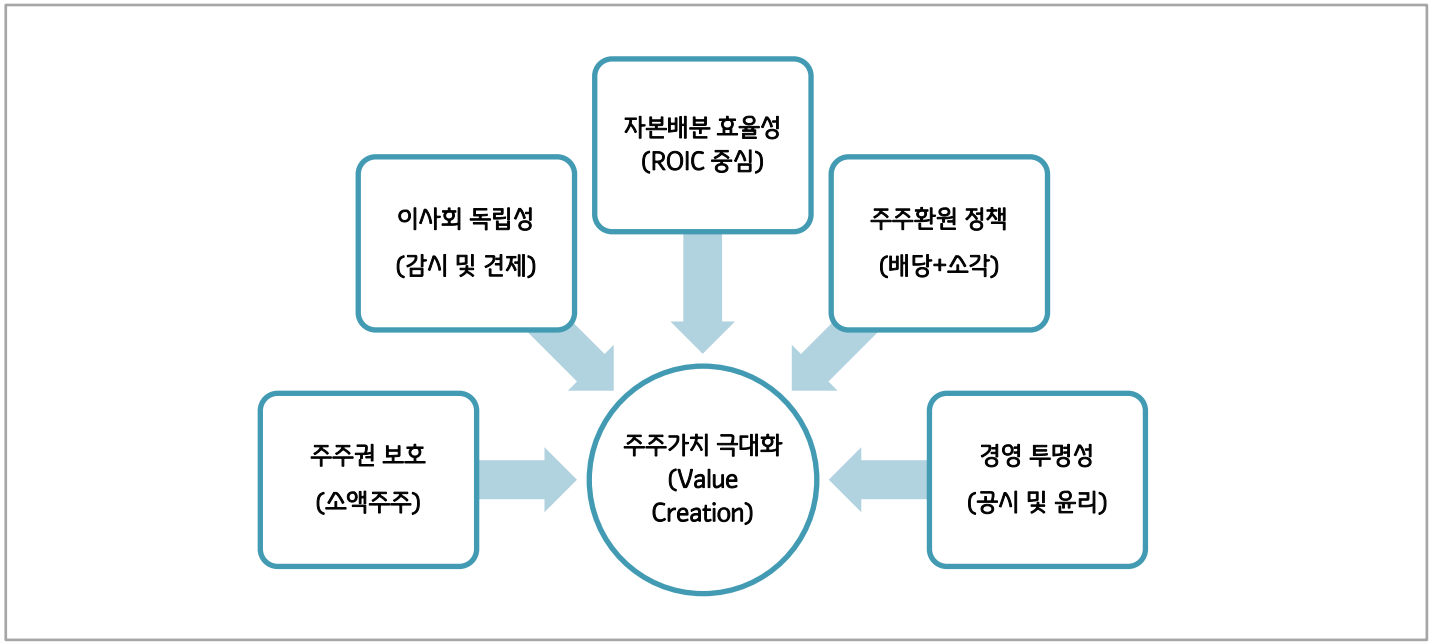
구분	전통적 지배구조	선진형 지배구조
지배구조 철학	지배주주 중심 경영	주주가치 중심 경영
의사결정 구조	총수 및 지배주주 중심	이사회 중심
이사회 역할	형식적 승인 기능	전략 및 경영감시 기능
이사회 구성	내부 인사 및 특수관계인 중심	독립 사외이사 중심
CEO 선임	지배주주 영향력	이사회 및 위원회 중심
자본배분 기준	사업 확장 및 그룹 전략	투자수익률 및 가치 창출
M&A 목적	그룹 규모 확대	전략적 시너지 및 가치 창출
주주환원 정책	낮은 배당, 자사주 보유 중심	배당 확대 및 자사주 소각
주주권 보호	제한적	적극적 보호
시장 감시 기능	기관·행동주의 영향 제한	기관 및 행동주의 적극 참여
자본시장에서의 기업가치 평가	지배구조 리스크로 할인	거버넌스 프리미엄 가능

자료: OECD Corporate Governance Principles, 금융위원회, 흥국증권 리서치센터

3. 선진형 지배구조의 핵심 구성 요소

- 선진형 지배구조는 기업 의사결정 구조가 주주가치와 장기적 기업가치 극대화를 중심으로 작동하는가에 있음
- 독립적이고 실질적인 견제 기능을 갖춘 이사회: 사외이사의 독립성과 전문성 확보, 이사회가 실질적인 경영 감독 기구로 기능
- 투명한 정보공개와 책임경영 체계: 정보공개 강화, 회계 투명성, 성과 기반 보상, 경영진 책임 강화→ 투자자 신뢰 형성의 기본 조건
- 합리적인 자본배분 구조: 투자, 배당, M&A 의사결정의 합리성→ 경영진의 이해관계가 아니라 기업가치 극대화라는 기준에 따라 이뤄짐
- 주주권 보호와 이해관계자 균형: 주주는 의사결정에 참여할 권리를 보장, 기업은 직원·고객·사회 등 다양한 이해관계자와의 균형을 고려
- 기관투자자의 적극적인 감시 기능: 기관투자자가 기업경영에 적극적으로 의견 제시, 경영진을 견제→ 지배구조의 실질적 작동 가능케 함

선진형 지배구조 핵심 5대 요소



자료: OECD, IMF, World Bank, 금융위원회 기업지배구조 정책 자료, 흥국증권 리서치센터

4. 재무적 관점에서의 선진형 지배구조

- 재무적 관점에서 선진형 지배구조는 기업의 자본배분 의사결정을 규율하는 시스템인데, 결국 ROE·ROIC가 자기자본비용(COE)과 가중평균자본비용(WACC)을 구조적으로 상회하도록 만드는 의사결정 시스템을 의미 : 투자의사결정, 재무구조 관리, 주주환원 규모 결정

  → 그 결과 TSR의 중장기적 우상향이 실현되는 메커니즘 발생

- 지배구조가 취약한 기업은 비효율적인 투자나 과도한 사업 확장으로 자본효율성이 낮아지고, 투자자들은 더 높은 위험 프리미엄을 요구하게 되며, 이는 자본비용 상승으로 이어짐
- 지배구조가 우수한 기업은 자본배분이 효율적으로 이뤄지고, 경영진의 의사결정이 기업가치 중심으로 이뤄지기 때문에 ROE가 높게 유지되고, 투자자 신뢰가 높아지면서 자본비용이 낮아지는 효과

재무적 관점에서의 비교

구분	전통적 지배구조	선진형 지배구조
재무 전략 방향	외형 성장 및 사업 확장 중심	자본 효율성 및 기업가치 중심
자본배분 기준	그룹 전략 및 사업 다각화	ROIC·ROE 등 투자수익률 기준
투자 의사결정	경영진 및 지배주주 중심	이사회 검증 및 재무 분석 기반
M&A 전략	규모 확대 및 사업 포트폴리오 확장	전략적 시너지 및 수익률 개선
현금흐름 활용	내부 유보 및 재투자 중심	투자와 주주환원 균형
배당 정책	낮은 배당성향, 정책 불확실	안정적 배당 및 명확한 배당정책
자사주 정책	자사주 보유 중심	자사주 매입 후 소각 중심
성과 평가 지표	매출 및 이익 성장 중심	ROE, ROIC, TSR 중심
자본시장 평가	자본효율성 부족으로 할인	효율적 자본배분으로 프리미엄 가능

자료: OECD, IMF, 금융위원회, Mckinsey, 한국거래소 지배구조 관련 정책자료, 흥국증권 리서치센터

5. 투자자 관점에서의 선진형 지배구조

- 투자자 관점에서 선진형 지배구조는 기업이 주주의 자본을 얼마나 책임감 있게 활용하는지를 판단하는 기준임
- 투자자들은 기업의 지배구조를 평가할 때 단순히 법적 구조나 이사회 구성만을 보는 것이 아니라, 실제 경영 행태를 종합적으로 판단함. 자본배분 정책, 배당 및 자사주 정책, 내부거래 구조, 경영진 보상 체계 등은 지배구조의 중요한 평가 요소임
- 글로벌 기관투자자들은 투자판단 과정에서 기업의 재무지표뿐만 아니라 지배구조 수준을 중요한 투자기준으로 활용함. 지배구조가 취약한 기업은 장기적으로 기업가치 훼손 가능성이 높다고 판단해 투자비중을 축소하거나 더 높은 할인율을 적용함
- 투자자 관점에서 지배구조란 기업과 투자자 사이의 신뢰 계약이라고 할 수 있음. 기업이 투명하고 책임 있는 경영을 수행할 것이라는 신뢰가 형성될 때 투자자들은 장기자본을 제공하게 되고, 신뢰구조가 형성된 기업일수록 자본시장으로부터 더 높은 평가를 받게 됨

투자자 관점 핵심 평가 요소

평가 영역	핵심 평가 요소	세부 평가 내용	투자 관점 의미	밸류에이션 영향
이사회 구조	이사회 독립성	사외이사 비중, 독립성 수준	경영진 견제 가능성	리스크 감소
이사회 전문성	산업 및 재무 전문성	전략적 의사결정 역량	장기 성장 신뢰	할인율 감소
경영 책임성	경영진 보상 구조	성과 연동 보상체계	경영성과와 주주가치 연계	ROE 개선
의사결정 투명성	정보 공개 수준	공시, IR 활동	정보 비대칭 완화	투자 신뢰 상승
주주권 보호	소수주주 권리	의결권 행사, 주주제안권	투자자 권익 보호	투자 매력 증가
자본배분 정책	투자 의사결정	ROIC 기준 투자	자본 효율성 평가	수익성 상승
배당 정책	배당 성향	안정적 배당 정책	현금흐름 안정성	투자 매력 증가
자사주 정책	자사주 매입 및 소각	주가 안정화 정책	주주환원 강화	주가 상승
M&A 전략	인수합병 목적	전략적 성장 여부	성장성 평가	장기 가치 상승
ESG 및 지속가능성	지속가능 경영	환경·사회·지배구조 정책	장기 리스크 관리	투자자 확대
투자자 커뮤니케이션	IR 활동	투자자와의 소통	시장 신뢰도	유동성 증가
경영 투명성	회계 및 감사	회계 투명성 및 내부통제	재무 신뢰도	리스크 프리미엄 감소

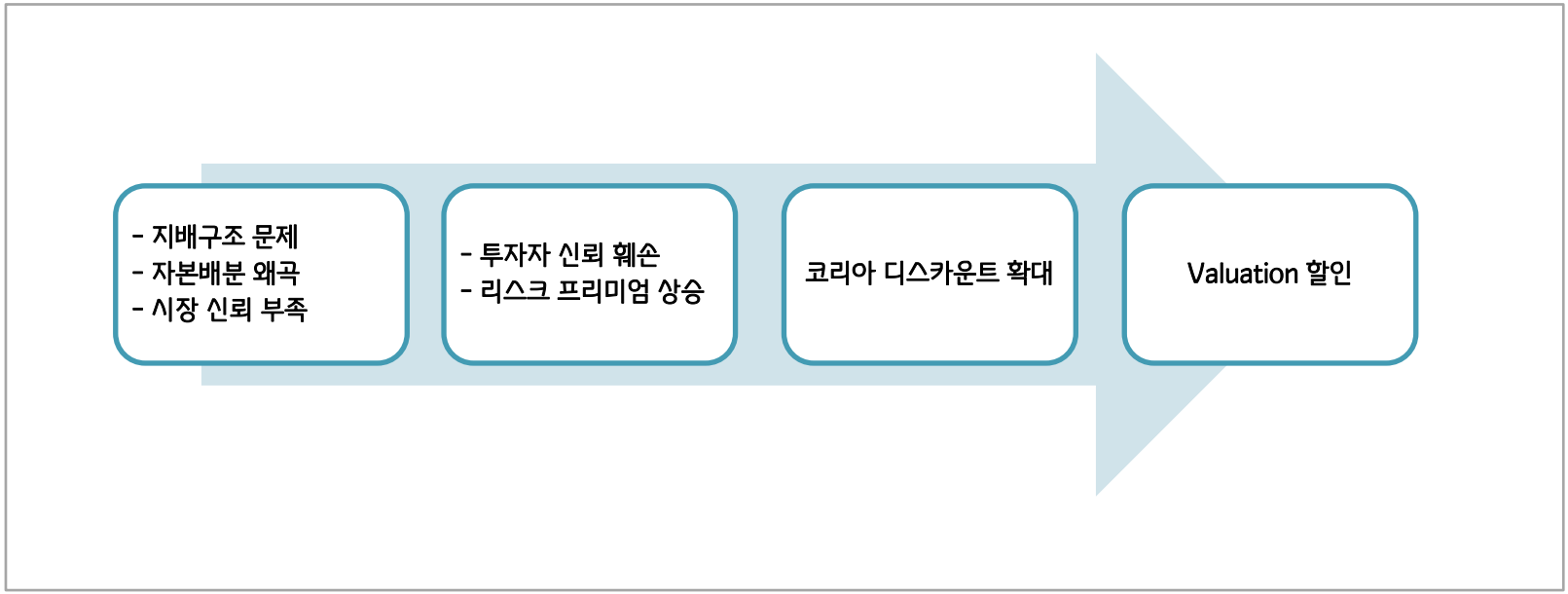
자료: OECD, IMF, BlackRock, Mckinsey, 금융위원회, 흥국증권 리서치센터

Part Ⅲ. 한국 지배구조의 현실과 개선방향

1. 코리아 디스카운트의 구조적 원인

- 한국 주식시장은 글로벌 시장에서 경쟁력을 확보한 산업과 기업을 다수 보유하고 있음에도 불구, 밸류에이션은 주요 선진국 대비 낮은 수준에 머물러 있음
- 이러한 현상은 단순히 산업 성장성이나 거시경제 요인으로 설명되기보다는 지배구조의 구조적 한계와 밀접하게 연결되어 있음
- 한국 기업지배구조는 역사적으로 형성된 지배주주 중심 구조, 이사회 기능의 제한성, 자본배분의 왜곡, 주주권 행사 제약 등의 특징을 보이며, 이러한 요소들이 상호작용하면서 시장에서 지속적인 할인요인으로 작용해 왔음

코리아 디스카운트 발생 요인



자료: 금융위원회 '코리아 디스카운트 해소 정책 자료', 한국거래소 '자본시장 구조 분석 자료 ' , 흥국증권 리서치센터

2. 지배주주 중심 구조의 고착화를 깨기 위한 움직임

- 한국 기업지배구조의 가장 큰 특징은 지배주주 중심의 의사결정 구조가 강하게 유지되고 있다는 점임. 많은 기업들이 순환출자, 지주회사 체제, 혹은 복잡한 지배구조를 통해 상대적으로 낮은 지분으로도 그룹 전체에 대한 지배력을 유지하고 있어 왔음
- 이러한 구조에서는 기업의 주요 전략적 의사결정이 경영진과 지배주주의 이해관계 중심으로 이뤄질 가능성이 높아지고, 반드시 전체 주주의 이익과 일치하지 않을 수 있음
- 이 구조에서 기업의 주요 전략 결정은 전체 주주의 이익 극대화보다 지배주주의 경영권 유지, 그룹 내 자원 배분, 승계 논리 우선 등으로 이루어질 개연성이 높음. 글로벌 투자자들이 한국 기업에 부과하는 대리인 비용(Agency Cost) 프리미엄의 원천

→ 상법 개정을 통한 집중투표제 시행으로 소액주주의 이익을 대변하는 이사가 이사회에 진입할 수 있는 통로가 열렸고, 3%룰 확대를 통해 최대주주 합산 의결권이 전체 감사위원 대상 3%로 제한되어 지배주주 영향력을 차단할 수 있는 조항들이 마련

→ 메리츠 금융지주의 완전 자회사화, 동원산업의 동원 F&B100% 자회사 전환 등 자발적 지배구조 단순화 사례 늘고 있음

주요국 기업 소유구조 비교

구분	한국	미국	일본	유럽
지배 구조 특징	대주주 및 총수 중심 지배구조	분산된 주주 구조	기업 간 지분 보유 중심 구조	장기 투자자 중심 구조
최대주주 지분율	높음 (20~40% 수준)	낮음 (5~10% 이하)	중간 (10~20%)	중간 (10~30%)
경영권 구조	지배주주가 경영권 실질적 통제	전문경영인 중심 경영	경영진 중심 경영	경영진 중심
기관투자자 영향력	제한적	매우 강함	점진적으로 확대	강함
기업 간 지분 관계	순환출자 및 지주회사 구조 존재	기업 간 지분 보유 제한적	상호 지분 보유 관행 존재	전략적 지분 관계 존재
주주환원 정책	배당 및 자사주 소각 제한적	적극적 배당 및 자사주 매입	배당 확대 추세	안정적 배당 정책
시장 감시 기능	행동주의 투자 영향 제한	행동주의 투자 활발	최근 행동주의 확대	기관투자자 감시 활발
지배구조 투명성	상대적으로 낮은 편	높은 수준	개선 진행 중	높은 수준
주주권 보호 제도	제한적	강력	점진적 강화	강력
자본시장 평가	지배구조 리스크 반영 할인	거버넌스 프리미엄 가능	디스카운트 축소 추세	안정적 밸류에이션

자료: OECD, IMF, World Bank, 한국거래소, 흥국증권 리서치센터

3. 견제기능 없는 형식적 이사회에서 독립적 이사회로의 전환

- 선진 자본시장에서는 이사회가 경영진을 감독하고 자본배분을 통제하는 핵심 의사결정기구로 기능함
- 반면, 한국기업에서는 이사회가 여전히 경영진 의사결정을 승인하는 형식적 기구로 운영되는 경우가 많았음
- 사외이사 제도가 도입되면서 이사회 독립성이 일정 부분 강화됐지만, 실제로는 사외이사의 선임 과정이 경영진 또는 지배주주의 영향 아래 이뤄지는 경우가 많아 실질적인 독립성과 견제 기능이 제한적이라는 평가가 여전히 존재함
- 이사회 내 위원회(보상위원회, 감사위원회 등)가 존재하더라도 경영진 보상, 대규모 투자, M&A 등 핵심 의사결정에서 독립적인 판단을 내리는 사례는 상대적으로 제한적임

→ 이사의 충실의무가 회사에서 회사 및 주주로 확대, 주주 전체의 이익과 가치를 신경 쓸 수 밖에 없는 법적 구조로 전환

→ 사외이사의 명칭이 독립이사로 변경, 의무선임 비율도 1/3 이상으로 상향 : 독립성 강화 기대

주요국 이사회 기능 비교

구분	한국	미국	일본	유럽
이사회 역할	경영진 의사결정 승인 중심	기업 전략 및 경영감시 중심	경영진 지원 및 전략 논의 중심	전략 결정 및 경영감시 중심
이사회 독립성	지배주주 영향력 존재	높은 독립성 확보	점진적으로 강화	높은 독립성
사외이사 비중	법적 요건 중심	과반 이상이 일반적	최근 확대 추세	과반 이상
이사회 의장	CEO 겸직 사례 존재	의장과 CEO 분리 증가	경영진 중심	의장과 CEO 분리 일반적
전문위원회 운영	감사위원회 중심	감사·보상·지명위원회 활성화	지명·보상위원회 확대	감사·보상·지명위원회 운영
CEO 선임 및 평가	지배주주 영향력 존재	이사회 중심 결정	이사회 역할 확대	이사회 중심
경영진 보상 결정	내부 결정 영향 존재	독립 위원회 중심	점진적 제도화	독립 위원회 중심
경영감시 기능	제한적	매우 강함	점진적으로 강화	강함
주주와의 관계	형식적 대응 중심	적극적 커뮤니케이션	개선 진행 중	기관투자자와 적극 소통
전략 및 자본배분 결정	경영진 중심	이사회 핵심 역할	경영진 주도	이사회 중심

자료: OECD, World Bank, 금융위원회, 흥국증권 리서치센터

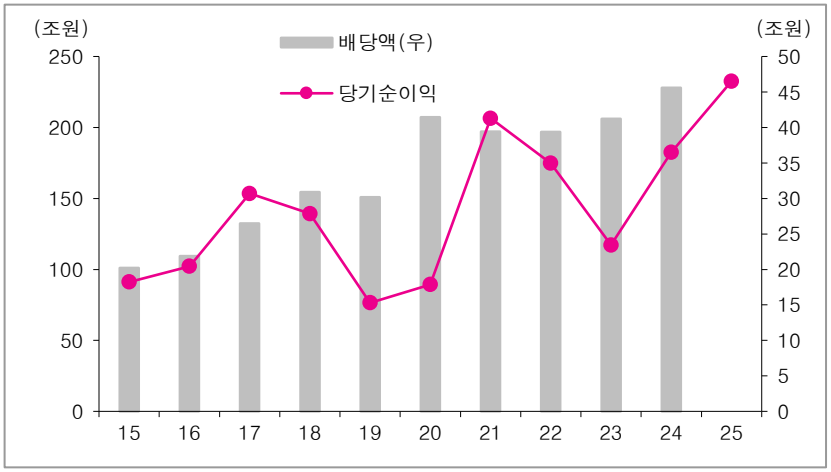
4. 왜곡된 자본배분 구조 해소를 위한 주주가치 극대화

- 지배구조의 취약성은 궁극적으로 기업의 자본배분 구조 왜곡으로 이어질 가능성이 높음
- 자본배분은 기업가치 결정의 핵심요소이지만, 한국기업에서는 자본이 반드시 높은 수익률을 창출하는 영역에 배분되지 않는 경우가 존재
- 대표적으로 ① 낮은 수익률의 신규사업 투자 지속, ② 그룹 전략 차원의 계열사 지원, ③ 과도한 내부 유보와 낮은 주주환원, ④ 비핵심 사업 유지 등임
- 이러한 자본배분 구조에서는 기업이 창출한 현금흐름이 반드시 ROE 개선이나 기업가치 상승으로 연결되지 않을 가능성이 높음→ 기업의 자본효율성은 낮아지고, 이는 장기적으로 기업가치에 부정적인 영향을 끼침

→ 밸류업 프로그램 가동과 더불어 기업의 주주환원 확대 움직임이 나타나고 있음

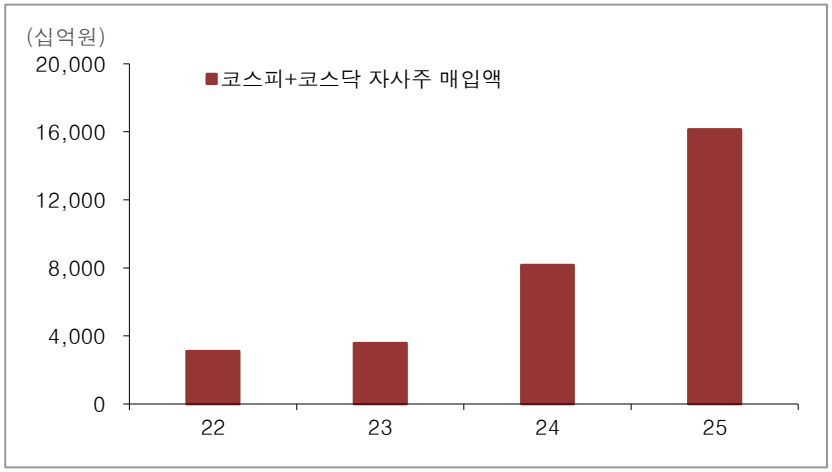
→ 자사주 의무 소각 : 취득 후 자사주 1년 이내 소각, 기존 자사주는 1년 6개월 이내 소각 : 자사주를 지배력 유지 수단으로 활용 불가

KOSPI 순이익과 배당총액 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

자사주 매입 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

5. 주주권 행사와 시장 감시기능 강화

- 선진 자본시장에서 지배구조를 개선하는 중요한 메커니즘 중 하나는 주주권 행사와 시장 감시기능임
- 반면, 한국 자본시장에서는 이러한 기능이 상대적으로 제한적으로 작동해왔음. 주요 특징은 ① 기관투자자의 제한적 의결권 행사, ② 행동주의 투자자 활동 제한, ③ 소액주주 영향력 부족 등임

→ 최근 스튜어드십 코드 도입 등으로 기관투자자의 역할이 확대

→ 전자 주주총회 제도화로 소액 주주의 의결권 행사가 상대적으로 용이해짐

주요국 투자자 감시 구조 비교

구분	한국	미국	일본	유럽
투자자 감시 구조 특징	지배주주 중심 구조로 시장 감시 기능 제한	기관투자자 및 행동주의 투자 중심 감시	전통적으로 약했으나 최근 강화	기관투자자 중심의 장기 감시 구조
기관투자자 영향력	제한적 (연기금 중심)	매우 강함 (자산운용사·연기금)	최근 영향력 확대	연기금 및 장기 투자자 영향 강함
행동주의 투자 환경	제한적, 규제 및 문화적 장벽 존재	매우 활발	점진적으로 증가	국가별 차이 있으나 확대 추세
주주권 행사 제도	주주제안권, 전자투표제 등 제한적 활용	주주제안 및 의결권 행사 활발	제도 확대 중	적극적 의결권 행사
스튜어드십 코드	도입 이후 영향 확대 중	기관투자자 행동 규범 정착	정부 주도로 적극 도입	대부분 국가에서 정착
이사회에 대한 감시	형식적 감시 중심	이사회 평가 및 교체 압력 존재	점진적 강화	기관투자자 중심 감시
경영진 책임성 확보	상대적으로 약함	주주 압력에 따른 경영진 교체 가능	점진적으로 강화	경영진 책임성 강조
주주 행동 방식	공개적 주주 행동 제한적	공개 서한, 주주제안, 위임장 경쟁	최근 주주제안 증가	기관투자자 협력 행동
정보 공개 및 IR 요구	제한적 요구	매우 높은 정보 투명성 요구	점진적 개선	높은 공시 및 IR 요구
자본시장 영향	기업 지배구조 개선 압력 제한	경영진과 이사회에 강한 시장 규율	기업 개혁 압력 확대	장기 가치 중심 시장 규율

자료: OECD Corporate Governance Principles(투자자 권리 및 감시 역할 기준), 금융위원회(스튜어드십 코드 관련 자료), 흥국증권 리서치센터

6. 디스카운트 해소를 위한 거버넌스 개혁의 필수 요소

- 앞서 언급한 구조적 문제들은 결국 주식시장에서 지속적인 밸류에이션 디스카운트로 나타남
- 지배구조 취약성은 투자자들에게 ① 자본배분 불확실성, ② 소액주주 권리 보호 부족, ③ 지배주주 중심의 의사결정 구조, ④ 낮은 주주환원 정책 등과 같은 위험요인으로 인식되기 때문

→ 세 차례에 걸친 상법 개정을 통해 구조적 디스카운트를 해소하기 위한 움직임이 시작되었음. 다만 이러한 변화가 실질적인 효과로 이어지기 위한 조건과 추가 이행 사항들을 명확히 할 필요가 있음

→ 지배구조 개선 : 구조적 할인 해소의 출발점→ NAV 대비 할인 해소 효과

→ 주주환원 정책의 실질화: ROE, PBR 개선의 핵심→ 밸류에이션 정상화

진정한 거버넌스 개혁을 위해 필요한 요소들

핵심 요소	주요 내용	구체적 실행 항목	정량지표 / 제도	대표 사례
① 지배구조 단순화 및 투명성 제고	복잡한 순환출자·이중상장 구조 해소로 소유-지배 일치, 이해상충 제거	- 상장 자회사 흡수합병 또는 상장폐지 - 순환출자 해소 - 내부거래 최소화 - 이사회 독립성 강화	- 상장 자회사 수 축소 - 이사회 독립성 지수 개선 - 내부거래 비중 축소율 - 지배구조 공시 충실도	- 메리츠금융지주: 자회사 100% 자회사화 - 동원산업: 동원F&B 상폐 후 100% 자회사화
② 주주환원 정책의 제도화와 실질적 이행	자본 효율성 제고+투자자 신뢰 확보를 위한 배당정책, 자사주 소각 등의 체계적 실행	- 배당성향 중장기 목표치 공시 - 자사주 매입+소각 원칙화 - SRR/TSR 목표 도입 - 자회사 배당 확대 유도	- 배당성향(%) - 자사주 소각 비율(%) - SRR 목표 공시 - Payout ratio: ROE 대비 환원율	- 현대지에프: 자회사에 대한 지분 확대+ 자회사 배당성향 상향
③ 책임경영과 이사회의 실질적 작동	형식적 사외이사 제도에서 벗어나 경영진 견제와 전략 조언 기능이 강화된 책임 이사회로 전환	- 이사의 충실의무 대상 확대 (주주 중심) - 사외이사 추천위 독립화 - 감사위원 분리선출 강화 - 집중투표제 전면 확대	- 사외이사 출석률 및 반대표율 - 감사위원 분리선출 비율 - 충실의무 위반 소송사례 - 이사회 실효성 점수	- LG·KT&G: 이사회 내 위원회 다수 운영 - 신한지주: 여성·글로벌 전문가 비중 확대 - 네이버: 주주 추천 사외이사 선임

자료: 금융위「자본시장 신뢰 회복 및 기업가치 제고 방안」, 공정위「기업집단 지배구조 개선 정책」, OECD「Principles of Corporate Governance」, 흥국증권 리서치센터

Part Ⅳ. 금융선진국의 주요 사례

1. 선진국 사례를 통한 한국에의 시사점

- 금융선진국의 경우 자본시장의 발전과 함께 지배구조 체계 역시 지속적으로 진화해 왔음. 그 과정에서 주주권 보호, 이사회 중심 경영, 자본 효율성 중심 경영이 제도화됨
- 미국, 영국, 일본은 서로 다른 역사적 배경과 제도적 환경을 가지고 있음에도 불구하고, 궁극적으로는 기업가치 극대화를 중심으로 한 지배구조 체계를 구축해왔음. 이들 사례는 한국 기업지배구조 개혁 방향을 모색하는 데 중요한 시사점을 제공함
- 미국, 영국, 일본의 공통점은 지배구조를 규제 대응이 아닌 주주자본주의 실행 프레임으로 내재화했다는 점임
- 금융선진국의 공통점은 지배구조를 기업가치 제고 인프라로 인식한다는 점임. 이사회 중심 경영, 자본배분 규율, 장기 성과 연동 보상은 단기간에 성과를 내기 어렵지만, 요구수익률을 낮추고 멀티플을 안정적으로 상향시키는 구조적 효과를 창출함

국가별 종합 비교 및 한국에의 시사점

구분	미국	일본	유럽	한국	한국에의 시사점
지배구조 특징	주주 분산 구조, 전문경영인 중심	기업 중심 구조→ 주주 중심으로 전환	장기 기관투자자 중심	지배주주 중심 구조	지배주주 중심 구조에서 이사회 중심 구조로 전환 필요
이사회 역할	전략 및 자본배분의 핵심 의사결정 기구	사외이사 확대 및 위원회 중심 운영 강화	독립적 이사회 중심 경영	형식적 승인 기능 중심	이사회 독립성 및 전문성 강화 필요
자본배분 구조	ROIC·WACC 기반 투자 및 적극적 주주환원	ROE 중심 경영 및 현금 활용 확대	장기 가치 중심 투자	사업 확장 중심 투자	투자수익률 중심 자본배분 체계 필요
주주환원 정책	배당 성장 및 자사주 매입·소각 활발	배당 확대 및 자사주 매입 증가	안정적 배당 중심	배당성향 낮고 자사주 소각 제한	배당 확대 및 자사주 소각 정책 강화 필요
정책 및 제도 변화	시장 중심 규율 체계	정부 주도 지배구조 개혁	ESG 및 거버넌스 규제 강화	상법 및 자본시장 개혁 진행	제도 개혁과 시장 규율 병행 필요

자료: OECD Corporate Governance Factbook (국가별 지배구조 체계 비교), 금융위원회(자본시장 정책 자료), 흥국증권 리서치센터

2. 미국: 주주자본주의의 제도화

- 미국 기업지배구조의 가장 큰 특징은 주주자본주의(Shareholder Capitalism)가 제도적으로 확립되어 있다는 점임. 미국 기업들은 분산된 소유 구조를 기반으로 이사회(Board)가 실질적인 최고 의사결정기구, 경영진은 주주를 대리하는 집행기관으로 명확히 구분
- 이사회는 ① CEO 선임·해임 권한의 실질적 행사, ② 대형 투자·M&A·자본정책에 대한 승인 및 견제, ③ 보상위원회를 통한 경영진 보상의 장기 성과 연동 등의 역할을 수행함
- 미국 자본시장의 특징은 행동주의 투자자와 기관투자자의 적극적인 역할임. 기업경영에 대한 외부 규율 기능 강화→ 높은 수준의 자본 효율성과 높은 밸류에이션으로 이어짐
- Apple: ① 자본배분 원칙: 성장 투자 이후 잔여 현금은 배당 및 자사주 매입·소각, ② 자사주 매입 규모는 연간 순이익을 상회하는 수준으로 상시 집행, ③ CEO 보상은 장기 TSR과 주가 성과에 연동→ 결과적으로 Apple은 안정적 멀티플 프리미엄을 유지
- Microsoft: ① 대형 M&A(LinkedIn, Activision Blizzard) 시 주주가치 훼손 최소화 논리 제시, ② 이사회 내 기술·재무·보상 기능의 분업화, ③ 클라우드 전환 과정에서도 자본효율성(ROIC) 기준 유지→ 성장과 환원이 공존 가능한 구조임을 입증
- ExxonMobil: ① 행동주의 투자자(Engine No.1)의 이사회 진입 허용, ② 저수익 화석연료 자산 구조조정 가속화, ③ 자본효율성 중심 전략으로 전환→ 지배구조 압력이 전략 변화로 연결된 대표 사례

미국 사례 요약

구분	제도·관행 내용	핵심 기업 사례	실제 작동 방식	주식시장 효과
지배구조 축	이사회 중심(Board-centric)	Apple, MS	이사회가 CEO·자본정책 통제	대리인 비용 축소
경영진 보상	장기 TSR 연동	Apple	주가·TSR 미달 시 보상 축소	장기 성과 정렬
자본배분	환원 우선 원칙	Apple, Exxon	잉여현금의 주주 귀속	멀티플 프리미엄
주주관여	행동주의 제도권화	Exxon	이사회 진입 허용	전략 변화 가속

자료: U.S. corporate governance standards and company disclosures, 흥국증권 리서치센터

3. 영국: 책임경영 중심 모델

- 영국 기업지배구조의 특징은 책임경영(Accountability)을 중심으로 한 원칙 기반 규율 체계임. 영국은 강행 규정보다 UK Corporate Governance Code를 통해 기업의 자율성과 책임을 결합. 'Comply or Explain' 원칙을 통해 기업이 지배구조 원칙을 준수하도록 유도함.
- 주요 특징은 ① 기업은 지배구조 기준을 따르지 않을 경우 그 이유를 투자자에게 설명해야 하고, 투자자들은 이를 평가해 투자 여부를 결정, ② CEO와 이사회 의장의 분리하는 구조가 일반적이며, 이사회는 경영진을 감독하는 독립적인 기구로 기능, ③ 연기금 중심의 장기 투자자가 지배구조 감시의 핵심 주체로 기능→ 기업 경영의 투명성과 책임성을 높이고, 장기적으로 안정적인 자본시장 환경 형성에 기여
- Unilever: ① CEO–의장 분리 구조 정착, ② TSR·ROIC를 보상 KPI로 활용, ③ 행동주의 투자자 압박 이후 포트폴리오 재편 및 비용 구조 개선→ 구조 개편 이후 현금흐름 안정성 및 밸류에이션 개선
- BP: ① 이사회 내 전략·보상·안전 위원회 독립 운영, ② 배당 정책의 예측 가능성 유지, ③ 에너지 전환 전략을 주주와 지속 소통
- HSBC: ① 금융위기 이후 이사회 대대적 개편, ② 자본적정성 및 주주환원 정책 명문화, ③ 장기 주주와의 상시 커뮤니케이션 체계 구축

영국 사례 요약

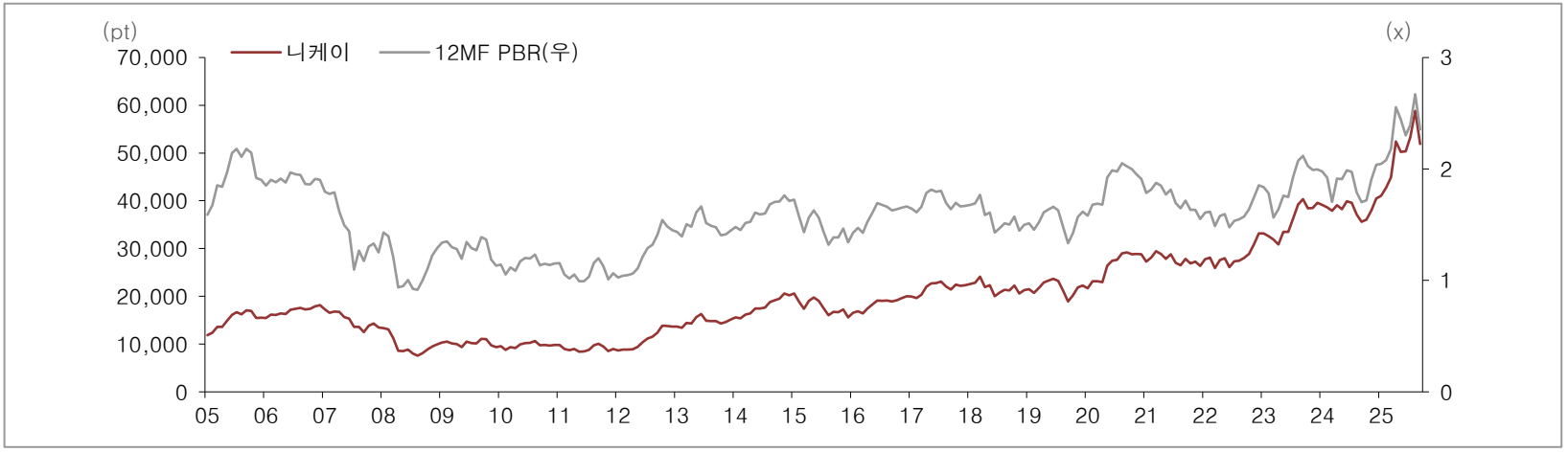
구분	제도·관행 내용	핵심 기업 사례	실제 작동 방식	주식시장 효과
규율 방식	원칙 기반(Comply or Explain)	Unilever	미준수 시 설명 의무	제도 신뢰성
권한 분리	CEO–의장 분리	BP	권한 집중 방지	리스크 관리
보상 체계	장기 KPI 중심	Unilever	TSR·ROIC 연동	단기주의 완화
주주관여	연기금 중심	HSBC	상시 커뮤니케이션	변동성 축소

자료: UK Corporate Governance Code and major UK listed companies disclosures, 흥국증권 리서치센터

4. 일본: 정책 주도의 지배구조 전환

- 일본은 한국과 유사하게 과거 기업 간 교차지분과 내부자 중심 경영구조로 인해 낮은 자본효율성과 낮은 밸류에이션을 경험해왔음
- 이러한 문제를 해결하기 위해 일본 정부는 아베 정부가 출범한 2010년대 이후 강력한 지배구조 개혁 정책을 추진함
- 스튜어드십 코드(Stewardship Code, 2014)와 기업지배구조코드(Corporate Governance Code, 2015)를 병행 도입
  → 기관투자자의 적극적인 관여와 기업의 이사회 독립성 강화를 유도하는 역할
- 일본판 밸류업 정책 (2023): 일본 정부와 도쿄증권거래소는 기업들에게 ROE 개선과 PBR 제고를 명확한 정책 목표로 제시함. PBR 1배 미만인 기업들에게 기업가치 제고 계획을 공개하도록 요구하면서 자본효율성 개선을 압박함→ 일본 기업들의 자본배분 전략에 영향을 끼침. 자사주 매입 확대, 배당 증가, 비핵심 사업 매각 등 적극적인 기업가치 제고 전략 추진으로 연결
- Toyota: ① 사외이사 확대 및 이사회 슬림화, ② ROE 목표치 명시, ③ 자사주 소각을 포함한 환원 정책 강화
- Sony Group: ① 사업부 분사 및 선택과 집중, ② 지배구조 개편 이후 ROE·PBR 동반 개선, ③ 전략 기능 중심의 이사회 운영
- Hitachi: ① 저수익 사업 매각 및 포트폴리오 재편, ② ROIC 기준 투자 원칙 명문화, ③ 지배구조 개편 이후 대표적 주가 리레이팅 사례

NIKKEI 지수와 일본시장 P/B 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

5. 글로벌 거버넌스 개혁 사례 분석

- 이사회 독립성 강화 → CEO와 의장 분리, 사외이사 비중 확대
- ESG 공시 의무화 → 지속가능경영 보고서 의무화, 투자자 신뢰 회복
- 주주환원 정책 강화 → 배당성향 50% 이상, 자사주 소각 활성화
- 상호출자 해소 및 경영 투명성 강화 → 일본 사례 참고해 불투명한 지배구조 개선

⇒ 글로벌 주요국들은 투명하고 책임 있는 지배구조 개혁을 통해 기업가치와 TSR을 높이고 있음. 한국도 글로벌 기준에 맞는 개혁을 추진해 장기 투자자 신뢰를 확보하고 기업가치를 제고할 필요가 있음

글로벌 주요국 거버넌스 개혁 사례

주주 중심 거버넌스	**ESG 기반** 거버넌스	**이사회** 이원화 구조	기업 **지배구조** 코드 도입
미국	영국	독일	일본
개혁안 - CEO와 이사회 의장 분리 의무화 - 사외이사 비중 확대 (50% 이상) - 스튜어드십 코드 정착 (기관투자자의 적극적 주주권 행사)	- 기업지배구조 코드 도입 **(UK CG Code)** - ESG 공시 의무화 및 지속가능성 보고서 발행 - 이사회 성과평가 및 보상 연계	- 감독이사회 (Supervisory Board)·집행이사회 (Management Board) 분리 - 종업원 참여 경영 도입 (기업 의사결정에 직원 대표 포함)	- 크로스 셰어홀딩(상호출자) 해소 - 독립 사외이사 의무 도입 - 주주환원 정책 강화 (배당 확대, 자사주 매입)
도입효과 - 기업 경영 투명성 및 독립성 강화 - 주주가치 극대화로 TSR 상승	- ESG경영 확산 및 지속가능성 - 투자자 신뢰도 상승	- 경영 견제 기능 강화 - 장기적 의사결정 및 지속가능한 성장 가능	
한국 시사점 - CEO-의장 분리 도입 필요 - 기관투자자 주주권 행사 강화	- ESG 공시 의무화 확대 필요 - 이사회 성과평가 강화	- 독립적인 이사회 감독 기능 강화 - 이해관계자 경영 모델 도입 검토	- 상호출자 구조 축소 필요 - 배당 및 자사주 매입 확대

자료: 한국ESG기준원, 흥국증권 리서치센터

6. 금융 선진국 사례의 공통 분모

– 미국, 영국, 일본은 서로 다른 제도적 환경을 가지고 있지만, 기업지배구조 측면에서는 3가지 공통된 특징을 나타냄

① 이사회 중심 경영 구조: 세 국가 모두 이사회가 기업 전략과 자본배분을 감독하는 핵심 의사결정 기구로 기능

② 기관투자자의 적극적인 역할: 연기금, 운용사 등 기관투자자들은 의결권 행사와 경영 관여를 통해 기업 경영을 감시하는 역할을 수행

③ 자본 효율성 중심 경영: 기업들은 ROE, ROIC 등 자본 수익성 지표를 중심으로 경영전략을 수립, 주주환원 정책 역시 적극적으로 활용함

– 이러한 공통 요소들은 결국 기업의 자본효율성을 높이고 투자자 신뢰를 강화하면서 주식시장에서 높은 밸류에이션을 형성하는 기반이 됨

금융선진국 지배구조 공통 요소 비교

구분	미국	일본	유럽	시사점
이사회 구조	사외이사 중심 이사회, CEO와 의장 분리 확대	사외이사 비중 확대 중 (개혁 진행)	감독이사회 중심 또는 독립성 높은 이사회	독립적 이사회 중심 의사결정 필요
이사회 핵심 기능	전략 및 자본배분 결정, CEO 감독	전략 검토 및 경영 감독 기능 강화	감독과 집행 기능 분리 구조	경영진 견제 기능 강화 필요
위원회 운영	감사·보상·지명위원회 의무화	점진적 도입 확대	위원회 중심 이사회 운영	전문위원회 역할 확대 필요
경영진 보상 체계	성과연동 보상 (RSU, 스톡옵션 등)	성과연동 보상 확대 중	장기성과 기반 보상 중심	주주가치 연동 보상 강화
자본배분 원칙	ROIC 중심 투자 및 적극적 주주환원	현금 축적 중심에서 주주환원 확대 전환	안정적 투자+배당 중심	투자 효율성 기준 강화
주주환원 정책	자사주 매입 및 배당 적극 활용	배당 및 자사주 매입 확대	안정적 배당 정책 중심	주주환원 정책 명확화
기관투자자 역할	연기금·자산운용사 적극적 의결권 행사	기관투자자 영향력 확대	기관투자자 중심 감시 구조	기관투자자 역할 강화
행동주의 투자 영향	매우 활발	최근 증가	국가별 차이 있으나 점진적 확대	시장 규율 강화 필요
공시 및 투자자 소통	적극적 IR 및 공시 체계	공시 및 IR 강화 중	투명한 공시 체계	정보 투명성 강화
시장 평가 구조	주주가치 중심 평가	거버넌스 개선과 함께 밸류에이션 상승	안정적 장기 투자 기반 평가	거버넌스 개선 시 밸류에이션 상승 가능

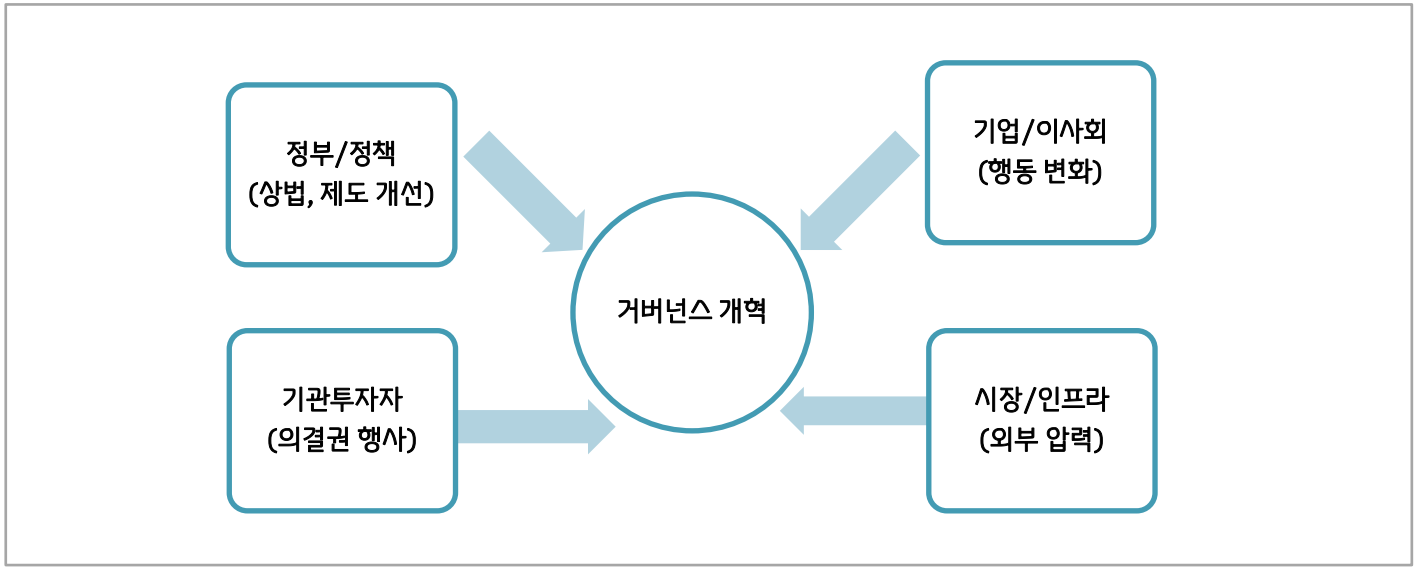
자료: OECD Corporate Governance Principles(선진국 지배구조 기본 원칙, 국가별 지배구조 비교), 흥국증권 리서치센터

Part V. 지배구조 선진화를 위한 주체별 노력

1. 각 주체별 상호 연계된 변화 구조 형성이 중요

- 기업지배구조의 개선은 특정 제도 하나의 도입만으로 달성되는 것이 아니라, 기업·정부·투자자·시장 인프라가 상호작용하는 구조적 변화를 통해 이뤄짐
- 금융선진국 사례를 살펴보면, 지배구조 개혁이 성공적으로 정착된 시장에서는 공통적으로 기업 내부 의사결정 구조의 변화, 정책 환경의 정비, 기관투자자의 적극적 역할, 그리고 시장 가격 메커니즘의 작동이 동시에 이뤄졌음
- 한국 자본시장에서 지배구조 선진화를 실현하기 위해서는 각 주체가 개별적으로 역할을 수행하는 수준을 넘어 상호 연계된 변화 구조를 형성하는 것이 중요함
- 특히 한국의 경우, 기업의 자발성만을 기대하기보다 제도적 유인과 시장 압력이 동시에 작동하는 구조 설계가 필수적임

지배구조 개혁의 4대 주체



자료: OECD, 금융위원회, 한국거래소, 흥국증권 리서치센터

2. 기업: 의사결정 구조의 실질적 전환

- 기업은 지배구조 선진화의 1차적 실행 주체: 지배구조 개혁의 출발점은 기업 내부의 의사결정 구조 변화
- 과거 한국 기업들은 이사회가 경영진의 의사결정을 승인하는 형태로 운영되어왔음. 상법 개정을 통해 이러한 부분들이 개선될 것
- 선진 자본시장에서는 이사회가 기업 전략과 자본배분을 통제하는 핵심 의사결정기구로 기능함
- 지배구조 선진화를 위해서는 ① 이사회의 실질적 독립성 확보, ② CEO 평가 및 교체 권한의 실질적 행사, ③ 전략적 투자 및 자본배분에 대한 이사회 통제 강화, ④ 경영진 보상체계의 장기 성과 연동 등의 변화 필요
- 이사회 실질화: 사외이사 수 확대가 아니라, 전략·자본배분·CEO 평가에 대한 실질적 의사결정 권한 확보가 핵심
- 자본배분 원칙 명문화: 잉여현금의 사용 우선순위를 투자–환원–축적 순으로 명확히 제시
- 경영진 보상 구조 개편: 매출·규모 지표가 아닌 TSR·ROIC·ROE 중심 장기 성과지표 연동
- 지배구조 리스크 관리: 순환출자·일감몰아주기·자회사 저평가 구조 해소

기업 주체의 지배구조 선진화 과제

구분	주요 내용	기대 효과
이사회 독립성 강화	사외이사 확대 및 의장·CEO 역할 분리	경영진 견제 및 책임경영 강화
이사회 전문성 제고	산업·재무 전문가 중심 이사회 구성	전략 및 재무 의사결정 개선
경영진 책임경영	ROE·TSR 등 성과연동 보상 체계 도입	경영진과 주주 이해관계 정렬
자본배분 체계 개선	투자수익률 기반 투자 및 사업 포트폴리오 재편	자본 효율성 및 기업가치 제고
주주환원 정책 강화	배당 확대 및 자사주 매입·소각	투자자 신뢰 및 밸류에이션 개선
투명성 및 투자자 소통 강화	공시 확대 및 IR 활동 강화	시장 신뢰 확보 및 정보 비대칭 완화

자료: 금융위원회(기업지배구조 정책 및 자본시장 선진화 자료), 한국거래소(기업지배구조 보고서 가이드라인), 흥국증권 리서치센터

3. 정부·정책당국: 규율의 강화보다 작동에 초점

- 한국 정부의 지배구조 정책은 오랫동안 법령 도입 보다는 제도적 권유의 방식을 취해왔음
  : 사외이사 제도, 스튜어드십 코드, 기업지배구조 보고서 의무화, 밸류업 프로그램 등
- 일련의 상법 개정을 통해 제도가 작동하기 위한 실행력을 보여주기 위한 입법 실시
  : 정부가 직접 경영에 개입하지는 않되, 전반적인 방향성을 제시하는 측면에서 의미
  기업 의사결정의 법적 책임 구도 자체를 재편한 것
- 지배주주의 행동에 실질적인 법적 의무 부과 : 이사 충실의무를 회사→주주로 명확화
- 공시 강화: 자본배분 정책, 자사주 소각, 보상 KPI의 정량 공시 의무화
- 세제 인센티브: 배당·자사주 소각에 대한 세제 중립성 확보
- 스튜어드십 코드 실효성 제고: 형식적 서약에서 행동 점검 체계로 전환

정부의 정책 환경 개선 방향

구분	주요 내용	기대 효과
상법·자본시장 제도 개선	주주권 보호 및 이사회 책임성 강화	경영 책임성 및 주주권 강화
이사회 중심 경영 기반 구축	사외이사 독립성 및 이사회 위원회 운영 강화	경영진 견제 기능 강화
주주환원 정책 유도	배당 확대 및 자사주 소각 관련 정책 정비	기업 주주환원 확대
시장 투명성 강화	지배구조 및 자본배분 공시 확대	정보 비대칭 완화
기관투자자 역할 강화	스튜어드십 코드 활성화 및 의결권 행사 확대	시장 감시 기능 강화
자본시장 활성화	배당 세제 개선 및 장기 투자 유도	장기 투자 기반 확대

자료: 금융위원회(기업지배구조 정책 및 자본시장 선진화 자료), 한국거래소(기업지배구조 보고서), 흥국증권 리서치센터

4. 기관투자자: 수동적 보유자에서 적극적 감시자로

- 금융선진국에서는 기관투자자가 기업지배구조 개선의 핵심 주체로서 역할을 수행함
- 연기금과 자산운용사 등 장기 투자자들은 단순한 자산 보유가가 아니라 기업경영을 감시하는 적극적 주주로 기능함
- 기관투자자의 역할은 ① 의결권 행사 강화, ② 기업과의 지속적 대화(Engagement), ③ 지배구조 평가를 투자 의사결정에 반영하는 것임. 이러한 역할이 강화될 때 기업 경영진은 자본효율성에 대해 보다 높은 책임을 지게 됨
- **국민연금이 올해 주총부터 개정 상법의 핵심인 주주가치 제고를 의결권 행사 지침에 적극 반영하기로 한점을 매우 긍정적으로 평가**함. 일부 상장사가 정관 변경을 통해 전자주주총회, 집중투표제, 감사위원 분리선출, 자사주 소각 의무화 등 일반주주 보호 장치를 우회하려는 움직임에 제동을 걸겠다는 것임
- 주요 내용은 ① 자사주 처분 감시 강화(주주가치 훼손 여부 사례별로 판단), ② 지배구조 우회(이사 및 감사 정원을 상한 신설 또는 축소, 이사 임기 변경, 전자주총 배제) 차단, 공개 범위 확대(지분율 10% 이상→ 5% 이상 보유 기업)로 의결권 행사 투명성 강화

기관투자자 역할 변화

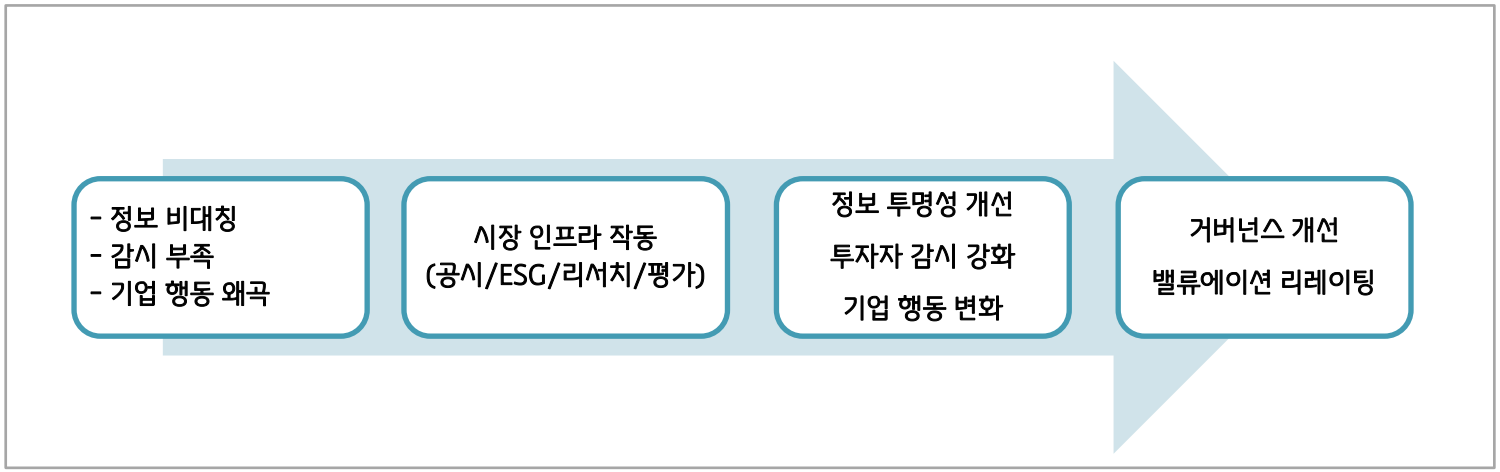
구분	과거 역할	변화 방향	기대 효과
의결권 행사	형식적 의결권 행사 중심	적극적 의결권 행사 및 반대 의결 증가	경영진 책임성 강화
경영 감시 기능	소극적 모니터링	주주제안 및 경영 참여 확대	기업 지배구조 개선
투자 관점	단기 수익률 중심 투자	장기 기업가치 중심 투자	지속가능한 기업 성장 유도
스튜어드십 코드 이행	선언적 참여 수준	적극적 책임투자 및 활동 강화	시장 감시 기능 확대
기업과의 소통	제한적 IR 참여	정기적 기업 미팅 및 적극적 의견 제시	경영 투명성 제고
시장 영향력	투자 수익 중심 역할	거버넌스 개선 및 자본배분 압력 확대	기업가치 중심 경영 유도

자료: 금융위원회(스튜어드십 코드 정책 자료), 국민연금(기금운용본부의 책임투자 가이드라인), 흥국증권 리서치센터 정리

5. 시장 인프라: 규율이 가격에 반영되는 메커니즘 구축

- 지배구조 개혁이 지속되기 위해서는 주식시장에서 좋은 지배구조가 실제로 높은 밸류에이션으로 이어지는 구조가 형성되어야 함
- 이를 위해서는 거래소, 평가기관, 리서치센터 등 시장 인프라의 역할이 매우 중요함
- 거래소: 지배구조 우수 기업에 대한 시장 평가를 강화할 필요가 있음. 인덱스, 상장 유지 요건에 질적 요소 반영
- ESG 평가기관: 지배구조 평가의 신뢰성을 높여야 함. 획일적 등급이 아닌 투자 성과 연계 평가
- 미디어·리서치: 실적 중심 보도/분석에서 자본배분·환원 중심 보도/분석으로 전환해야 함
- 이러한 변화는 궁극적으로 지배구조가 시장 가격에 반영되는 메커니즘을 형성함
- 지배구조 선진화는 단순한 제도 개선이 아니라 자본시장의 작동 방식 자체를 변화시키는 과정임. 기업의 의사결정 구조 변화, 정책 환경의 정비, 기관투자자의 적극적 역할, 그리고 시장 가격 메커니즘이 맞물릴 때 비로소 지배구조 개혁은 기업가치 상승과 자본시장 발전으로 연결되는 선순환 구조를 형성하게 될 것임

시장 인프라의 보완적 역할



자료: OECD Corporate Governance Principles(시장 규율과 정보공개 체계의 역할), 금융위원회(자본시장 제도 및 정책 자료), 흥국증권 리서치센터

6. 주주가치 제고를 위해 필요한 요소들

- 정부와 기업, 투자자 각자의 역할 수행과 협력
- 지배구조 개선, 장기적인 TSR 향상 가능

정부 역할

ㅇ 공정한 시장 환경 조성과 정책적 지원을 통해 기업의 책임 경영 유도

- 상법과 자본시장법 개정을 통해 지배구조 개선과 자본시장 체질 개선을 위한 4대 개혁방안 추진
- 미국 및 유럽 등 금융선진국의 소액주주 권익 보호와 관련된 법과 제도를 벤치마킹해서 한국의 현실과 비교해 부족하고 시급히 개선해야 할 문제점들을 보다 세밀하게 보완해가려는 노력이 필요
- 피어프레셔(peer pressure) → 최대주주와 경영자 인식 개선

기업의 의식변화

ㅇ 자율적인 지배구조 개선을 통해 주주가치 극대화

- 최대주주와 경영자는 지분율에 비례해서 기업 성과를 정확히 분배하려는 확고한 의지가 중요
- 기업의 자발적이고 적극적인 지배구조 개선과 기관투자자 및 주요 주주와의 신뢰관계 형성, 기업에 관한 정보 제공 강화, 주주권리 강화 노력 필요
- 최대주주와 경영자들은 투자자들의 객관적인 시각에서의 경영관여에 귀를 기울이고 그들과 함께 간다는 동반자 정신이 필요

투자자 역할

ㅇ 장기적 시각에서 기업 감시, 적극적인 주주권 행사

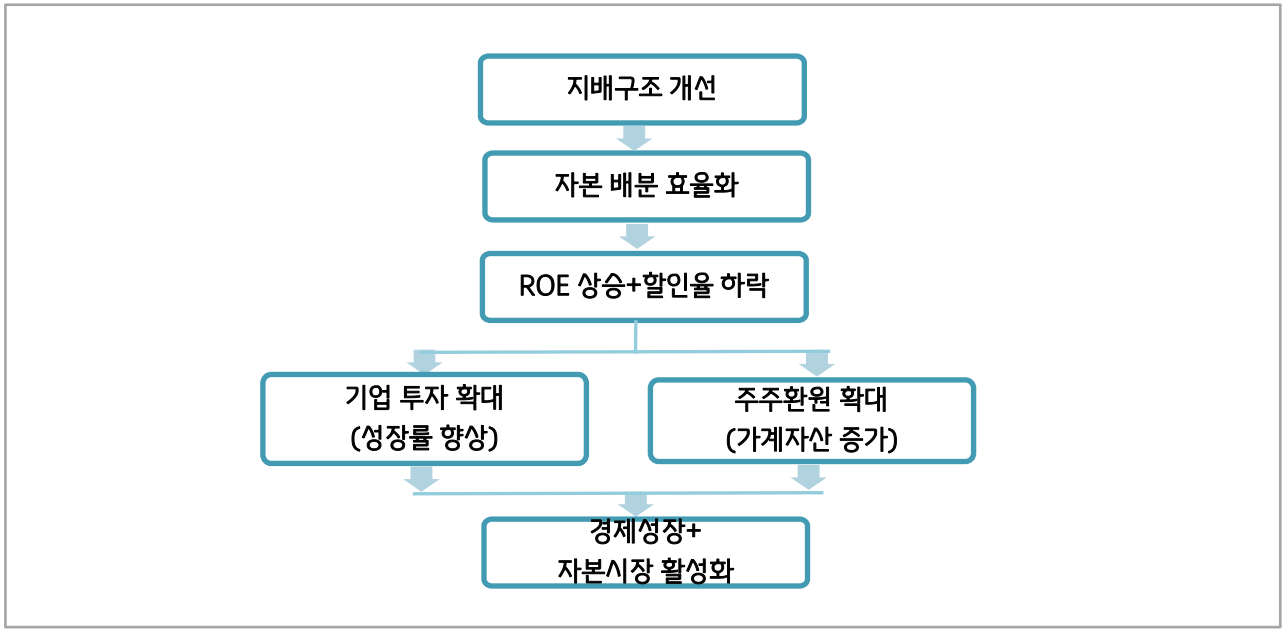
- 기관들의 Activist로서의 역할 강화 : 미국 및 유럽 경우 연기금을 비롯한 기관투자자들이 투자기업 경영진들의 기업가치 훼손을 견제하기 위해 의결권을 적극적으로 행사
- 기관투자자의 적극적인 주주권 행사가 요구되고 있는 상황으로 전개. 스튜어드십 제정 목적과 일관된 방향으로 투자목적과 투자대상에 따라 주주로서 적극적으로 행동할 필요성 대두

Part VI. 선진형 지배구조 전환의 경제 및 주식시장 효익

1. 지배구조 개혁은 기업 문제가 아니라 경제구조 문제

- 지배구조 개선은 단순히 기업 내부의 경영 문제를 넘어 경제 성장, 자본시장 발전, 투자 구조 변화에 영향을 미치는 거시 변수이자, 국가 자본 효율성의 문제로 연결됨
- 특히, 한국은 지배구조 개선→ 자본배분 효율성 증대→ 수익성 개선→ 주가 상승→ 투자 확대→ 경제성장률 제고의 연결성이 매우 높은 경제 구조를 가지고 있음
- 선진 금융시장의 사례를 보면 지배구조 개선은 ① 자본 생산성 향상, ② 기업 투자 효율 개선, ③ 생산성 기반 성장률 상승, ④ 금융시장 신뢰도 상승, ⑤ 글로벌 자본 유입 확대 등과 같은 거시경제적 파급효과를 만듦

지배구조 개선의 거시경제 파급 효과

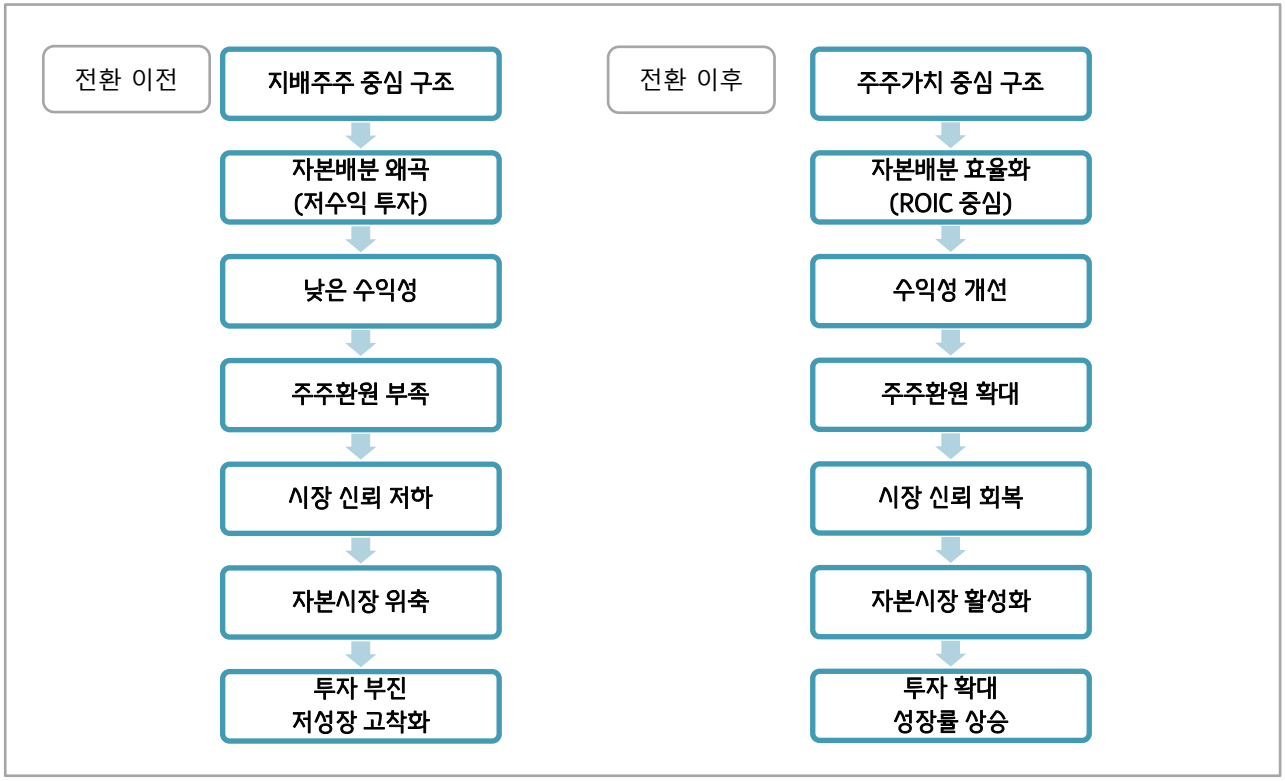


자료: OECD Corporate Governance Principles(지배구조와 경제 성장 간의 관계), 금융위원회(자본시장 활성화 및 지배구조 정책 자료), 흥국증권 리서치센터

2. 거시경제적 효익: 자본의 질적 전환과 생산성 제고

- 지배구조가 개선되면 기업의 비효율적 투자와 내부거래가 감소하고, 자본이 생산성이 높은 영역으로 재배분됨. 이는 장기적으로 경제성장률을 높이는 효과를 가짐
- 지배구조가 개선될수록 기업은 '규모 확대'가 아닌 ROIC와 현금흐름을 기준으로 투자 결정을 내리게 되며, 이는 한계 수익률이 낮은 사업에 대한 구조조정과 자본 회수를 촉진

지배구조 전환 전후 거시경제 메커니즘 비교



자료: OECD Corporate Governance Principles(지배구조와 자본시장 효율성 관계), 금융위원회(자본시장 선진화 및 기업지배구조 정책 자료), 흥국증권 리서치센터

3. 기업 차원의 효익: 요구수익률 하락과 멀티플 리레이팅

- 지배구조 선진화의 가장 즉각적이고 강력한 효과는 요구수익률(WACC)의 구조적 하락임. 이는 이익 증가 이전에 나타나는 '질적 변화'로 , 다음과 같은 경로를 따름
- 이사회 독립성 강화 → 대리인 비용 감소
- 자본배분 원칙 명확화 → 현금흐름 예측 가능성 제고
- 주주환원 정책화 → 투자자 신뢰 회복
- 이로 인해 동일한 ROE·이익 수준에서도 PBR·PER의 상향 재평가가 가능해짐

지배구조 수준별 기업가치 결정 변수 변화

구분	지배구조 취약 기업	지배구조 개선 진행 기업	지배구조 선진 기업
경영 의사결정 구조	지배주주 중심 의사결정	이사회 역할 확대	독립적 이사회 중심 경영
자본배분 방식	규모 확대 중심 투자	투자 효율성 개선 단계	ROIC 중심 자본배분
투자 의사결정 기준	내부 판단 중심	투자수익률 검증 강화	WACC·ROIC 기반 투자
수익성 지표 (ROE)	낮거나 변동성 높음	점진적 개선	안정적 고수익성
자본비용 (Cost of Equity)	높음	점진적 하락	낮은 자본비용 유지
주주환원 정책	낮은 배당 및 제한적 환원	배당 확대 및 자사주 매입 증가	안정적 배당 및 자사주 소각
투자자 신뢰도	낮음	점진적 개선	높은 시장 신뢰
기관투자자 참여	제한적	점진적 확대	적극적 장기 투자
밸류에이션 (PBR)	구조적 디스카운트	할인율 축소	거버넌스 프리미엄 가능
기업가치 결정 변수	실적 성장 중심 평가	자본 효율성 반영 확대	TSR 및 자본 효율성 중심 평가

자료: OECD Corporate Governance Principles(지배구조와 기업가치 관계에 대한 기본 원칙), MSCI Governance 및 ESG 평가 프레임워크, 흥국증권 리서치센터

4. 주식시장 구조 변화: 단기매매 시장에서 장기투자 시장으로

- 선진형 지배구조는 주식시장 참여자의 성격 자체를 변화시킴
- 주주권 보호와 환원 정책의 예측 가능성이 높아질수록, 연기금·보험·글로벌 장기 자금의 비중이 확대됨
- 선진형 지배구조는 ① 저PBR 구조 해소, ② 주주환원 정책 강화, ③ 투자자 신뢰도 상승, ④ 장기투자 자본 유입 등의 구조적 변화를 유도함
- 단기 테마·수급 중심 매매 감소
- 주가 변동성 축소 및 회전율 안정
- 기업 분석과 현금흐름 중심의 투자 문화 정착

지배구조 전환에 따른 주식시장 구조 변화

구분	지배구조 전환 이전	지배구조 전환 이후	시장 변화 효과
시장 평가 기준	매출 및 이익 성장 중심 평가	ROE, TSR 등 자본 효율성 중심 평가	기업가치 평가 체계 고도화
밸류에이션 구조	구조적 디스카운트 지속	거버넌스 프리미엄 형성 가능	시장 재평가 및 리레이팅
투자자 구성	개인 투자자 비중 높음	기관투자자 및 장기 투자자 비중 확대	시장 안정성 강화
투자 전략	단기 모멘텀 중심 투자	장기 가치 투자 확대	장기 투자 문화 형성
기업 자본정책	내부 유보 중심 경영	배당 및 자사주 정책 확대	주주환원 강화
기업 경쟁 구조	규모 확대 중심 경쟁	자본 효율성 중심 경쟁	생산성 중심 경쟁 구조
시장 규율 메커니즘	경영진 견제 제한	기관투자자 및 시장 감시 강화	책임경영 확립
기업 정보 공개	제한적 공시 중심	적극적 IR 및 공시 확대	정보 투명성 강화
자본 흐름	일부 대형주 중심 투자	거버넌스 우수 기업 중심 자금 유입	시장 내 차별화 심화

자료: 금융위원회(자본시장 선진화 정책 자료), 흥국증권 리서치센터 정리

5. 국가 단위 효과: 코리아 디스카운트의 구조적 해소

- 지배구조는 개별 기업을 넘어 국가 리스크 프리미엄을 결정하는 핵심 변수
- 선진형 지배구조가 시장 전반에 확산될 경우, 한국 증시는 '기업별 선별 투자 시장'에서 '국가 단위 투자 대상'으로 인식 전환이 가능
- 이는 ① 국가 요구수익률 하락, ② 글로벌 지수 내 위상 강화, ③ 해외 장기 자금의 전략적 유입 확대와 같은 효과로 연결됨

⇒ 선진형 지배구조 전환은 이익 증가의 문제가 아니라 할인율 하락의 문제임. 이는 투자자 관점에서 가장 강력한 주가 상승 동력이며, 특히 지주회사·대형 상장사를 중심으로 한 선도적 변화는 시장 전체의 평가 체계를 바꾸는 촉매로 작용할 가능성이 높음. 즉, 지배구조 개혁은 규제 대응이 아니라 한국 주식시장의 구조적 리레이팅을 여는 핵심 투자 테마

지배구조 수준과 한국 주식시장 평가의 관계

구분	지배구조 취약 기업	지배구조 개선 기업	지배구조 선진 기업
시장 평가 기준	실적 성장 중심 평가	수익성 및 자본 효율성 반영 확대	ROE·TSR 중심 가치 평가
밸류에이션 (PBR)	구조적 할인 지속	할인율 점진적 축소	거버넌스 프리미엄 가능
자본비용 (Cost of Equity)	높은 위험 프리미엄 반영	점진적 하락	상대적으로 낮은 자본비용
투자자 신뢰도	낮은 시장 신뢰	점진적 신뢰 회복	높은 투자자 신뢰
기관투자자 참여	제한적 투자	투자 비중 확대	장기 기관투자자 중심
주주환원 정책 평가	낮은 배당 및 환원 정책	배당 확대 및 자사주 매입 증가	안정적 환원 정책 및 소각
기업가치 결정 요인	매출 성장 및 단기 실적	수익성과 성장의 균형	자본 효율성과 장기 TSR
시장 내 자금 흐름	단기 투자 중심	거버넌스 개선 기업으로 자금 이동	장기 자금 집중
주가 변동성	높은 변동성	점진적 안정화	상대적으로 낮은 변동성

자료: OECD Corporate Governance Principles(지배구조와 기업가 및 자본시장 효율성 관계), MSCI Governance 및 ESG 평가 프레임워크, 흥국증권 리서치센터

6. 추가적으로 추진돼야 할 과제 (1/2)

- 1~3차 상법 개정을 통해 지배구조 규율 확립과 이사회의 독립성 강화, 소수주주 권리 보호, 자기주식 제도 정비라는 기초 틀 마련. 지배구조 투명성 및 소수주주 권리 실질화 및 글로벌 공시 스탠더드 연계 과제가 남음
- **진정한 주주자본주의 실현과 코리아 디스카운트 해소를 위해서는 아래 9대 과제와 같은 거래의 공정성, 소액주주 보호, 경영진 책임성 강화를 위한 제도개혁이 지속적으로 추진돼야 할 것임**
- 경영진 책임, 주주제안 요건 완화가 병행되어야 코리아디스카운트 해소 및 외국인 자본 유입 확대 효과가 극대화될 전망

진정한 주주자본주의 완성과 시장신뢰 회복을 통한 리레이팅을 위해 추가적으로 추진되어야 할 개정 과제

과제명	개정 필요 배경	주요 개정 내용	해외 사례	기대 효과
① 주가 누르기 방지법	- 상속·증여세 부담을 낮추기 위해 대주주가 배당 축소, 자사주 매입 회피 - 합병 준비나 지배력 강화를 위한 저가 매수 목적 등 주가 누르기 차단 의지	- PBR 0.8배 미달 시 순자산가치 80%로 상속 및 증여세 산정 기준 - PBR 1배 이하 이하 기업 의무공시 (기업가치 제고 계획 제출)	미국·유럽은 상속세 평가 시 시장가격 뿐만 아니라 자산가치·수익가치 등을 종합 반영하여 인위적 주가 관리 유인을 제한	- 상속세 절감을 위한 주가 억제 유인 제거 - 배당 확대 및 자사주 소각 등 기업가치 제고 정책 유도 - 저PBR 기업 구조 개선
② 대기업 중복상장 전면 금지	- 국내 대기업집단에서 모회사와 자회사가 동시에 상장되는 '쪼개기 상장' 구조 확산으로 모회사 주주가치 훼손 논란 - 자회사 상장 시 모회사 가치가 분산되고 성장사업이 자회사로 이전 → 모회사 주주가치 희석	- 대규모 기업집단에 속하는 모든 기업과 상장 모회사가 30% 이상의 지분 보유 비상장 자회사가 규제 대상 - 국가첨단전략산업 등 미래 산업에 속한 일부 기업은 상장 예비심사 신청을 예외적으로 허용. 다만, 모회사의 이사회 결의를 거쳐 공모주 현물 배당 등 소수주주 보호 대책을 실행해야 함	- 미국은 모회사와 핵심 자회사를 동시에 상장하는 사례가 매우 적음 - 일본은 지배구조 개혁 이후 모자회사 상장 비중 지속 감소	- 모회사 주주권 보호 - 기업가치 더블카운팅 및 지배주주 중심 IPO 구조 해소 - 코리아 디스카운트 완화
③ 의무공개매수제 도입	- 경영권 인수 시 지배주주에만 프리미엄 부여 → 일반 주주의 가치 희생 - M&A시 반대하는 일반주주에게도 보유주식의 매각 기회를 부여	- 지배권 확보할 정도의 주식을 취득하는 경우, 주식의 일정 비율 이상을 공개매수로 취득하는 것을 의무화 하는 제도 - 일정 지분(예: 30%) 이상 취득 시 나머지 주주에 동등 조건 매수 기회 제공 의무화, 미이행시 제제조치 도입	독일, 영국, 프랑스, 일본 등 대부분의 선진국은 30% 룰 존재	- 경영권 프리미엄의 공정 배분 - M&A 시장의 투명성 제고 - 외국인 투자 확대 유인

6. 추가적으로 추진돼야 할 과제 (2/2)

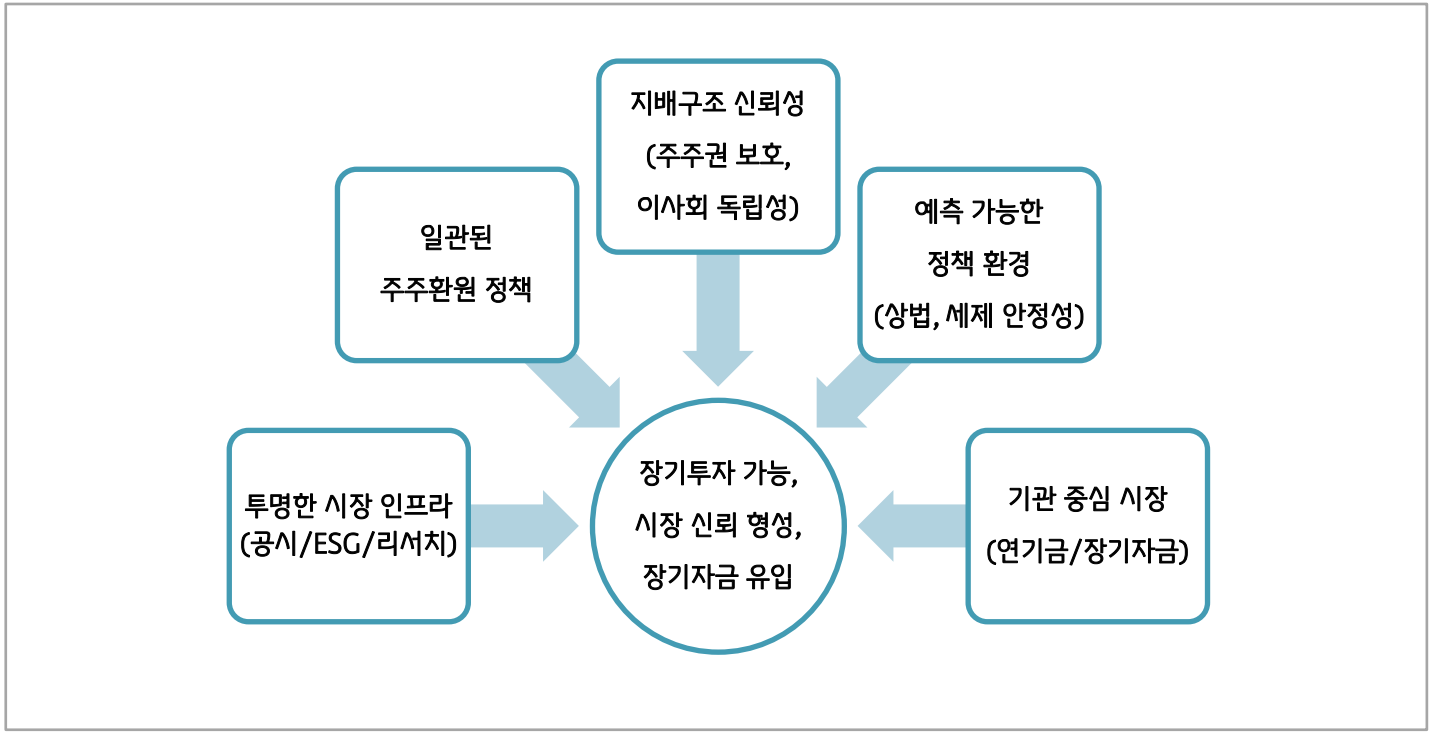
과제명	개정 필요 배경	주요 개정 내용	해외 사례	기대 효과
④ 합병·분할 비율 공정화 및 외부 검증제 도입	특정 주체에 유리한 비율 설계 가능성 → 소액주주 권익 침해 우려	- 합병가액 산정 시 '시장가치+수익가치+자산가치' 혼합 적용 의무화 - 외부 평가기관의 공정성 의견(Fairness Opinion) 제도 도입	일본, 미국 등은 외부 검증 및 사외이사 견제체계 활용	- 불공정한 지배력 강화 차단 - 분할 재상장, 자산 이전 등의 투명성 확보
⑤ 이사 및 감사 보수공시 및 보수위원회 의무화	고액 보수 지급 사례 속출, 성과 연계 미흡	- 보수 결정 사유 공시 강화 (TSR·ROE 연동 여부) - 보수위원회 설치 및 독립이사 중심 구성 의무화	미국, 영국은 보수 관련 주총 승인 절차 및 위원회 투명성 확보	- 보수의 정당성 확보 - 주주총회 실질적 감시기능 강화 - 단기 성과 중심 관행 개선
⑥ 자발적 상장폐지 요건 강화	저가 공개매수로 소수주주 배제 후 상폐 → 주주 피해	- 상장폐지 시 공정가치 평가 기준 명시 - 소액주주 50% 이상 동의 요건 도입 - 자발적 상폐 시 의무 공시 및 사전 예고제 도입	일본은 소액주주 동의 기준 엄격 적용 미국은 상장폐지 사전 공시 의무	- 소액주주 권익 보장 - 상폐 리스크 축소로 장기투자 유인 확대
⑦ 특수관계인 거래 사전심사제 도입	대주주/특수관계인의 자산 저가 인수, 내부거래 통한 가치 전가 문제 지속	- 일정 금액 이상 또는 고위험 내부거래는 이사회 내 사전승인 의무화 - 독립이사·감사위원 중심 내부 거래 검토 시스템 구축	미국은 상장사 내부거래 위원회 설치 의무 일본은 관련 당사자 배제 규정 운영	- 내부자 이익 편취 방지 - 지배구조 투명성 제고 - ESG G요소 정착
⑧ 주주제안권 실질화 및 의무상정제 도입	높은 지분요건과 기업 측의 상정 거부로 실효성 낮음	- 지분요건 완화 (예: 0.3% 이상, 또는 장기보유 인센티브 도입) - 주주제안 미상정 시 그 사유 명시적 공시 의무화	EU는 0.5% 이하로 낮은 기준, 일본도 장기보유시 우대	- 소액주주 참여 확대 - 스튜어드십 코드 실질화 - 이사회 감시 강화
⑨ ESG 정보 공시의무 확대 및 제재 연동	공시 기준 불명확, 형식화된 ESG 보고 확산	- ESG 관련 지표(K-ESG) 기준화 및 등급제 도입 - ESG 공시 미이행 또는 허위 공시 시 제재 강화	EU CSRD 도입(2024), 미국 SEC도 기후 공시 의무 추진	- 지속가능성 경영의 실효성 확보 - 기관투자가의 비교 가능성 제고

자료: 정부 당국 , 더불어민주당, 금융위원회「자본시장 선진화 세미나, 일반주주 보호 강화 및 제도 개선」보도자료, 한국거래소 ESG포털「기업지배구조 보고서 가이드라인」, 흥국증권 리서치센터 정리

7. 한국시장, 장기투자가 가능하기 위한 전제 조건

- 투명하고 신뢰할 수 있는 지배구조 구축
- 지속적이고 명확한 주주환원 정책
- 글로벌 수준의 지배구조 도입 및 ESG 경영 강화

장기투자가 가능하기 위한 전제조건



자료: 한국ESG기준원, 자본시장연구원, 흥국증권 리서치센터

참고 : 1~3차 상법 개정 주요 내용 정리

- 상법 개정은 이사회의 독립성 강화, 소수주주 권리 보호, 자기주식 제도 정비를 목적으로 3단계에 걸쳐 추진됨
- 1차 개정 (2025년 7월 공포): 지배구조 규율의 기초 확립
- 2차 개정 (2025년 9월 공포): 견제 및 균형 기제 강화
- 3차 개정 (2026년 3월 시행): 자기주식 제도의 근본적 정비

1~3차 상법 개정 주요 내용

구분	국회 가결	공포	시행	주요 내용
1차	2025.07.03	2025.07.22	2025.07.22	① 이사의 '주주'에 대한 충실의무 명문화: '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대
			2026.7.23	② 독립이사 제도 강화: '사외이사'를 '독립이사'로 명칭 변경 및 의무선임 비율 상향(1/4→1/3) ③ 감사위원 선·해임 시 의결권 제한 강화: 모든 감사위원 선임 시 최대주주 합산 의결권 3% 제한 적용
			2027.1.1	④ 전자주주총회 제도화: 온라인 병행 주총 허용 및 일정 규모 이상 의무화
2차	2025.08.25	2025.09.09	2026.09.10	① 집중투표제 의무화: 자산 2조 원 이상 상장사 대상, 정관으로 배제 불가 ② 감사위원 '분리선출' 확대: 분리 선출 인원을 기존 1명에서 2명(정관에 따라 3명 가능)으로 확대
3차	2026.02.25	2026.03.06	2026.03.06	① 자기주식의 권리 제한: 의결권, 배당수령권 등 행사 및 자사주 활용 사채 발행·질권 설정 금지 ② 자기주식의 소각 의무: 취득 후 1년 이내 소각 의무화 (기존 보유분은 1년 6개월 이내) ③ 신주배정 금지: 합병, 분할 시 자기주식에 대한 신주 배정 금지

자료: 법제처, 한국신용평가, 흥국증권 리서치센터

Part Ⅶ. 부록(Appendix)

참고1 : SRR 상위 기업 (2025년 기준)

2025년 SRR 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	25년 SRR(%)	25년 연간 배당수익률(%)	25년 연간 자사주 매입 소각율(%)	25년 연간 수익률(%)	25년 TSR(%)	현재 시가총액	업종명
현대엘리베이터	24.7	24.7	0.0	68.5	93.2	3,256.4	기계
HMM	20.6	4.2	16.4	16.1	36.7	18,459.2	운송
한국금융지주	12.8	12.8	0.0	126.8	139.6	11,284.5	증권
대신증권	12.5	11.6	0.9	68.0	80.5	1,789.8	증권
NH투자증권	12.1	10.7	1.4	51.3	63.4	10,547.8	증권
키움증권	11.5	10.2	1.4	149.1	160.7	10,759.9	증권
미스토홀딩스	11.4	4.4	7.0	6.0	17.3	2,176.8	화장품,의류,완구
iM금융지주	10.7	8.1	2.6	90.1	100.8	2,684.0	은행
롯데지주	10.7	4.2	6.5	21.3	32.0	2,864.0	상사,자본재
효성	10.6	10.6	0.0	144.6	155.2	2,151.1	상사,자본재
다우기술	9.7	9.7	0.0	117.4	127.1	1,936.0	증권
케이카	9.4	9.4	0.0	25.1	34.6	670.8	자동차
삼성증권	9.2	9.2	0.0	73.3	82.5	8,251.3	증권
KT&G	9.1	4.7	4.5	32.7	41.8	18,256.5	필수소비재
우리금융지주	9.1	8.7	0.4	82.2	91.3	23,527.2	은행
에스엘	9.1	9.1	0.0	42.1	51.2	2,573.3	자동차
기아	9.1	6.6	2.5	21.0	30.0	56,688.0	자동차
하나금융지주	9.0	6.9	2.1	65.7	74.6	29,669.5	은행
현대차	8.7	5.9	2.8	39.9	48.6	91,219.6	자동차
유안타증권	8.7	8.7	0.0	40.3	49.0	882.2	증권
한국단자	8.5	4.6	3.9	0.6	9.1	766.7	자동차
JB금융지주	8.2	6.7	1.5	57.6	65.7	5,591.1	은행
현대홈쇼핑	8.0	5.8	2.2	21.2	29.1	952.8	소매(유통)
BNK금융지주	7.8	6.9	0.9	53.5	61.3	5,551.8	은행
GS	7.8	7.8	0.0	43.3	51.0	5,928.0	에너지
미래에셋증권	7.7	3.7	4.0	190.8	198.5	34,207.5	증권
한국전력	7.7	7.7	0.0	135.4	143.1	26,737.8	유틸리티
KB금융	7.5	4.8	2.7	50.4	58.0	52,907.5	은행
DB손해보험	7.4	6.3	1.1	27.5	34.9	11,365.1	보험

주: SRR = 주가상승률 + 주주환원율(배당 + 자사주 매입 소각), 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 3월 31일 기준
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고2 : 최근 3년 평균 배당성향 상위 기업

최근 3년 평균 배당성향 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	3년 평균 배당성향(%)	22년 배당성향(%)	23년 배당성향(%)	24년 배당성향(%)	업종명
한국쉘석유	93.25	86.95	95.76	97.04	화학
진양폴리	80.00	68.24	79.02	92.42	화학
HL홀딩스	73.09	37.94	94.35	86.97	자동차
HDC랩스	72.46	78.54	54.48	84.31	건설,건축관련
진로발효	69.82	70.45	71.02	68.11	필수소비재
대덕전자	67.28	60.94	86.76	54.13	IT하드웨어
삼현철강	67.14	44.49	84.11	73.01	철강
고스트스튜디오	66.46	41.72	72.53	85.10	소프트웨어
효성ITX	65.05	61.29	75.93	57.82	상사,자본재
HD현대마린솔루션	64.58	66.17	61.88	65.69	조선
디지털대성	64.02	41.85	86.41	63.79	미디어,교육
푸른저축은행	63.53	48.35	96.74	45.41	은행
한네트	62.65	70.38	60.73	57.04	소프트웨어
동서	62.21	53.13	55.85	77.65	필수소비재
텔코웨어	62.20	66.85	66.42	53.57	소프트웨어
LG	62.14	38.35	83.20	64.86	상사,자본재
한전기술	61.66	60.00	64.95	60.03	유틸리티
한전KPS	61.31	59.69	64.43	59.80	유틸리티
AJ네트웍스	60.34	73.45	55.55	51.99	운송
제일기획	60.02	60.02	60.03	60.02	미디어,교육
신일전자	59.87	99.77	48.02	32.38	화장품,의류,완구
HD현대	59.40	98.86	49.98	29.36	조선
부국철강	58.99	41.38	64.25	71.25	철강
골프존	58.86	34.69	48.23	93.69	호텔,레저서비스
KT&G	57.83	65.45	50.48	57.56	필수소비재
LG유플러스	57.73	44.86	74.61	53.73	통신서비스
전진건설로봇	57.72	49.98	59.17	63.97	기계
한일시멘트	56.44	32.56	37.63	99.11	건설,건축관련

주: 시가총액 5,000억원 이상
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고3 : 최근 5년 평균 배당성장율 상위 기업

최근 5년 평균 배당성장률 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	5년 평균 배당성장률(%)	21년 배당액	22년 배당액	23년 배당액	24년 배당액	25년 배당액	업종명
일진전기	61.7	3.71	4.82	8.16	14.3	23.84	기계
케이씨피드	54.0	0.63	0.79	1.18	1.58	2.6	필수소비재
티앤엘	53.7	3.25	3.63	4.44	6.05	12.03	건강관리
코리아에프티	48.1	1.67	2.23	3.34	4.18	5.57	자동차
네오오토	43.5	0.55	0.79	1.18	1.57	2.36	자동차
삼양식품	43.4	7.53	10.46	15.66	24.61	35.99	필수소비재
한전기술	42.8	9.05	10.77	19.59	38.01	51.24	유틸리티
SNT다이내믹스	42.8	8.93	11.2	15.68	29.11	41.3	자동차
영화테크	42.0	0.53	0.53	0.86	1.05	1.36	자동차
SNT홀딩스	41.9	10.12	10.12	11.57	23.14	43.98	자동차
KISCO홀딩스	41.7	5.54	8.31	12.03	22.73	23.08	철강
서연	41.5	2.17	2.17	3.26	4.34	5.43	자동차
영원무역홀딩스	41.4	23.21	35.39	46.07	62.09	76.31	화장품,의류,완구
명인제약	40.1	11.2	22.4	5.6	11.2	21.9	건강관리
오리온	39.6	29.65	37.55	49.41	98.82	138.35	필수소비재
아이디피	39.4	1	1.99	1.58	2.11	2.03	IT하드웨어
더블유게임즈	38.2	11.88	9.98	16.53	23.79	23.14	소프트웨어
비츠로셀	37.4	3.2	4.24	5.53	10.33	11.68	IT가전
티에이치엔	37.3	0.9	0.9	1.08	1.08	2.16	자동차
하이텍팜	36.8	0.35	0.5	0.71	1.06	1.59	건강관리
두산	36.0	35.77	35.77	35.77	35.85	71.7	상사,자본재
인바디	35.8	2.61	3.91	4.56	5.04	8	건강관리
백산	34.8	2.42	3.51	6.75	7.49	9.27	화장품,의류,완구
팬오션	34.6	53.46	80.19	45.44	64.15	80.19	운송
성우하이텍	33.7	6.4	8	12	12	16	자동차
한솔로지스틱스	33.4	1.65	1.92	2.77	4.22	5.63	운송
현대이지웰	33.0	1.66	1.9	2.14	4.04	4.95	상사,자본재
다우기술	33.0	25.96	25.89	30.21	60.41	77.67	증권
BYC	32.7	1.26	2.51	2.51	2.92	3.28	화장품,의류,완구
제룡산업	32.2	2	2.96	3.83	3.83	5.75	기계

주: 시가총액 5,000억원 이상
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고4 : 자사주 매입 소각 상위 기업 (2025년 기준)

2025년 자사주 매입 및 소각율 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	25년 자사주 매입 및 소각율(%)	25년 자사주 매입 및 소각액	25년 연초 시가총액	현재 시가총액	업종명
HMM	16.4	2,552.2	15,559.2	18,459.2	운송
인바디	10.3	32.6	317.5	372.1	건강관리
휴메딕스	7.5	35.8	474.5	376.8	건강관리
미스토홀딩스	7.0	170.0	2,421.9	2,176.8	화장품,의류,완구
롯데지주	6.5	147.7	2,287.0	2,864.0	상사,자본재
대한제강	5.3	20.5	389.2	349.9	철강
엠씨넥스	5.1	17.6	344.8	356.7	IT하드웨어
비에이치	5.0	30.2	598.7	675.9	IT하드웨어
안랩	4.9	36.3	736.6	658.7	소프트웨어
KT&G	4.5	598.7	13,426.3	18,256.5	필수소비재
엘앤에프	4.2	122.6	2,940.1	5,802.8	IT가전
NHN	4.1	24.6	596.0	1,231.5	소프트웨어
미래에셋증권	4.0	187.9	4,700.1	34,207.5	증권
한국단자	3.9	27.0	696.8	766.7	자동차
LF	3.3	15.0	453.2	707.6	화장품,의류,완구
한국카본	3.3	19.9	609.9	2,016.6	조선
유진테크	3.2	23.0	717.3	2,536.8	반도체
보로노이	3.1	45.6	1,468.5	5,646.8	건강관리
티에스이	3.1	13.9	456.3	1,169.2	반도체
두산밥캣	3.0	126.9	4,200.4	5,454.2	기계
금양	3.0	40.4	1,356.1	633.3	화학
한솔케미칼	2.9	31.6	1,099.5	2,871.0	화학
현대차	2.8	1,265.2	44,396.2	91,219.6	자동차
하나투어	2.7	23.6	870.9	618.8	호텔,레저서비스
KB금융	2.7	880.3	32,623.5	52,907.5	은행

주: 시가총액 3,000억원 이상, 2026년 3월 31일 기준
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고5 : 자사주 보유 비중 상위 기업

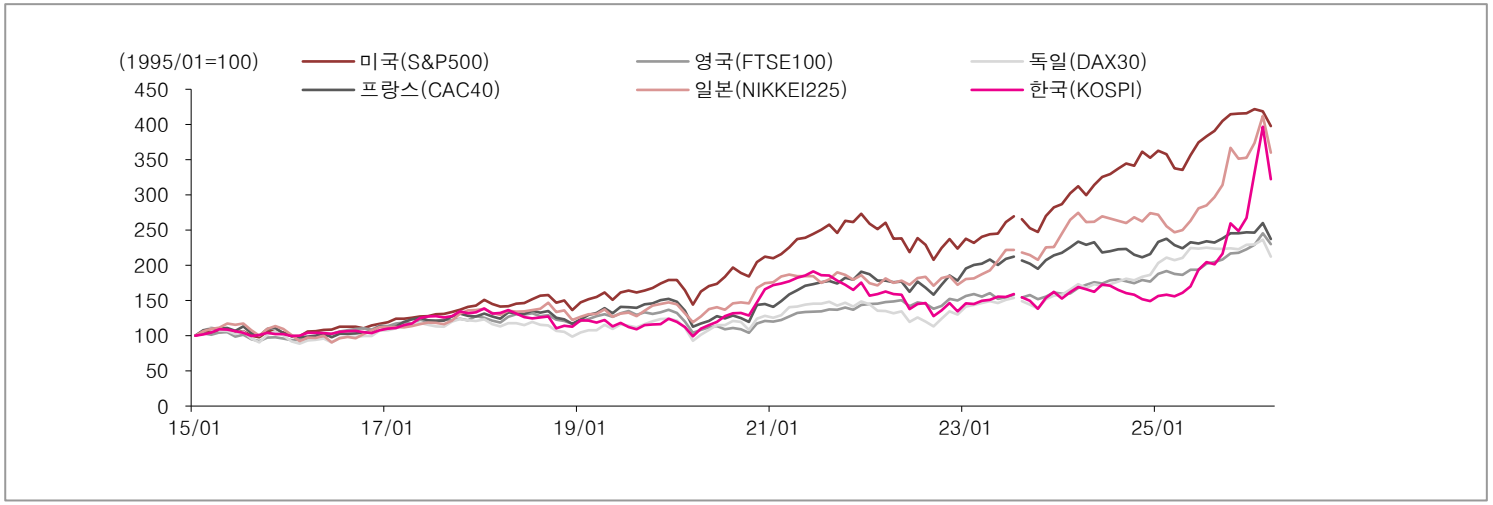
자사주 보유 비중 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	자사주 비율(%)	시가총액	25년 자사주 매입 및 소각율(%)	24년 자사주 매입 및 소각율(%)	업종명
신영증권	53.1	3,031.5	0.03	0.08	증권
부국증권	42.7	766.3	0.00	0.00	증권
대웅	29.7	1,354.7	0.00	0.00	건강관리
한샘	29.5	970.8	0.00	0.00	건설,건축관련
SNT다이내믹스	28.3	1,606.1	0.00	0.00	자동차
롯데지주	27.5	2,864.0	6.46	0.00	상사,자본재
신대양제지	26.7	531.1	0.00	0.00	비철,목재등
미래에셋생명	26.2	2,855.3	0.00	0.00	보험
SK	24.8	21,823.3	0.00	0.02	에너지
태광산업	24.4	1,208.0	0.00	0.00	화학
대신증권	24.2	1,789.8	0.90	1.24	증권
에스에프에이	22.3	933.6	0.00	0.00	기계
미래에셋증권	21.6	34,207.5	2.29	2.17	증권
아세아	20.8	579.3	0.03	0.05	건설,건축관련
안랩	19.2	658.7	0.00	0.00	소프트웨어
프로텍	18.2	567.6	0.00	0.00	반도체
KCC	17.2	4,283.3	0.00	0.00	건설,건축관련
HDC	17.1	1,657.8	0.00	0.00	건설,건축관련
두산	16.0	16,614.9	0.38	0.00	상사,자본재
E1	15.7	688.7	0.00	0.00	유틸리티
삼천리	15.6	563.7	0.00	0.00	유틸리티
오뚜기	14.2	1,440.8	0.00	0.00	필수소비재
영원무역홀딩스	14.0	2,956.3	0.01	0.00	화장품,의류,완구
한화생명	13.5	3,847.6	0.00	0.00	보험
금호석유화학	13.4	3,069.1	0.26	0.16	화학

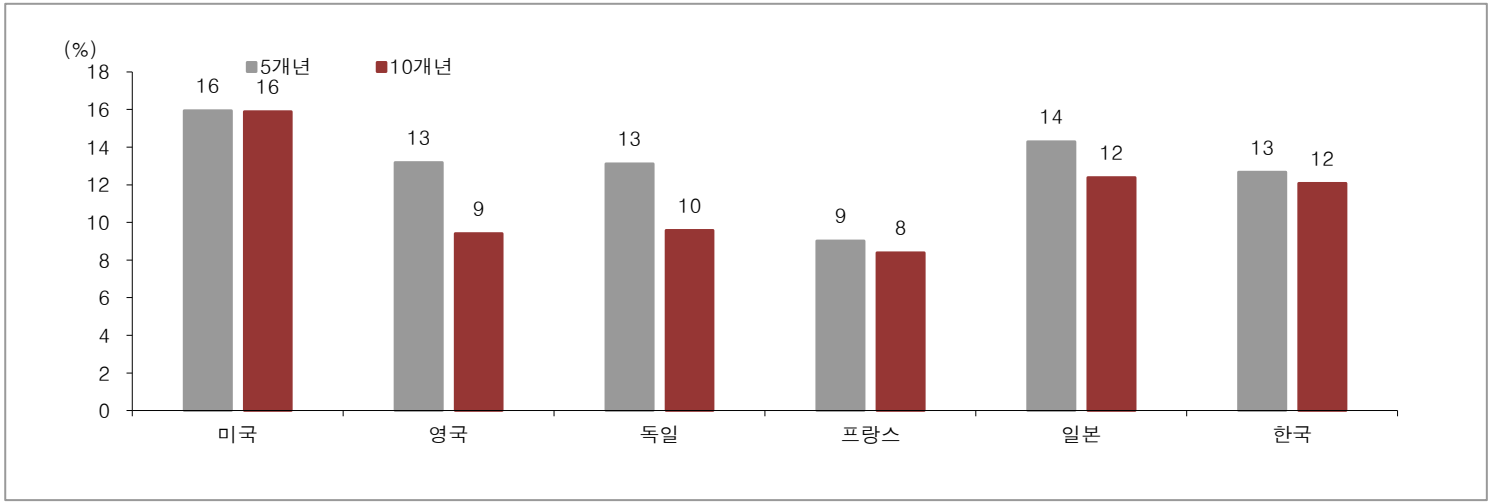
주: 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 3월 31일 기준
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고6. 한국 기업의 TSR과 글로벌 비교 분석

국가별 대표 지수 10년 누적 TSR 추이



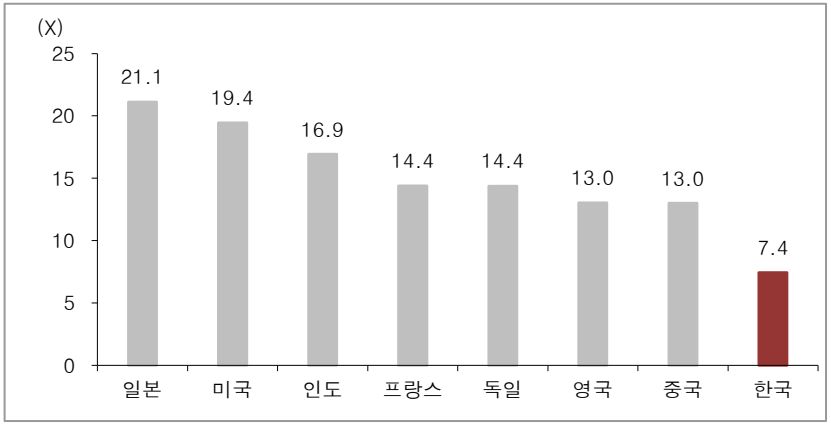
국가별 연평균 TSR 추이



주1 : 2026년 3월 31일 기준
주2 : TSR(총주주수익률)은 주가상승분 + 배당수익, 배당수익은 재투자한다는 가정
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

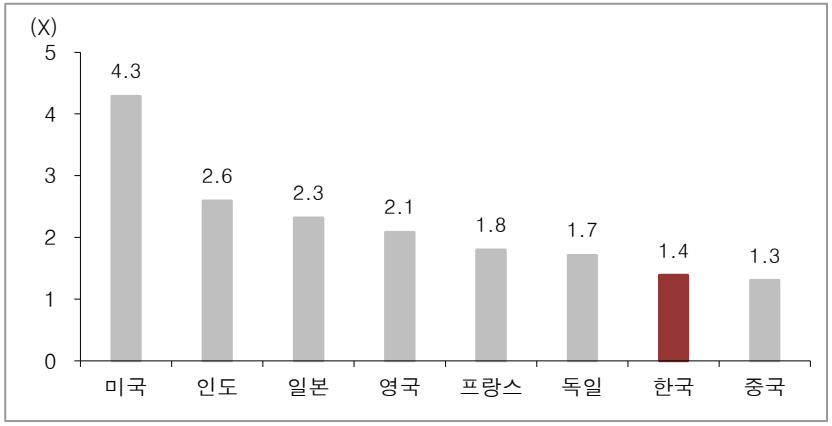
참고7. Valuation 비교

2026년 주요 국가별 12M Forward PER



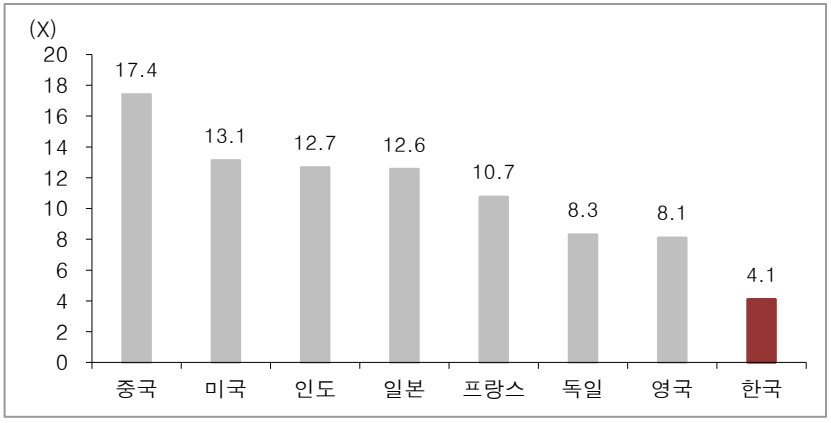
주: 2026년 3월 31일 기준 주요주가지수 평균
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 12M Forward PBR



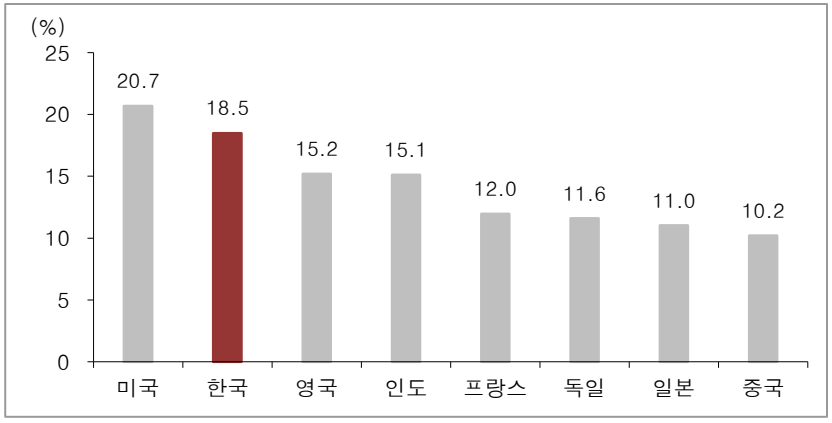
주: 2026년 3월 31일 기준 주요주가지수 평균
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 12M Forward EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

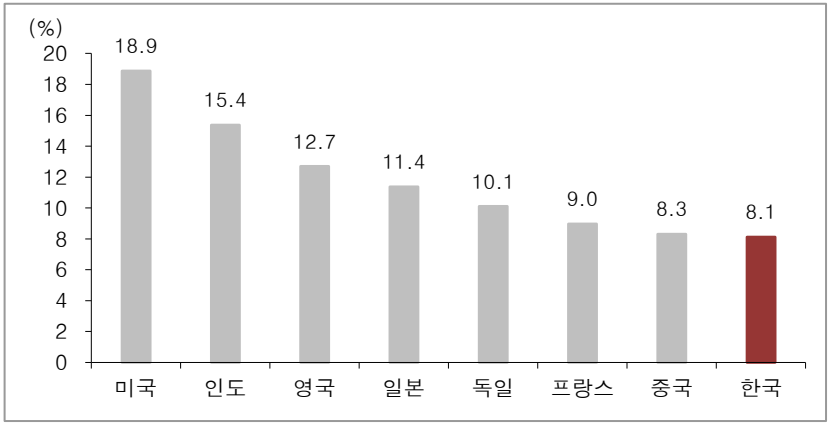
2026년 주요 국가별 12MF ROE



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

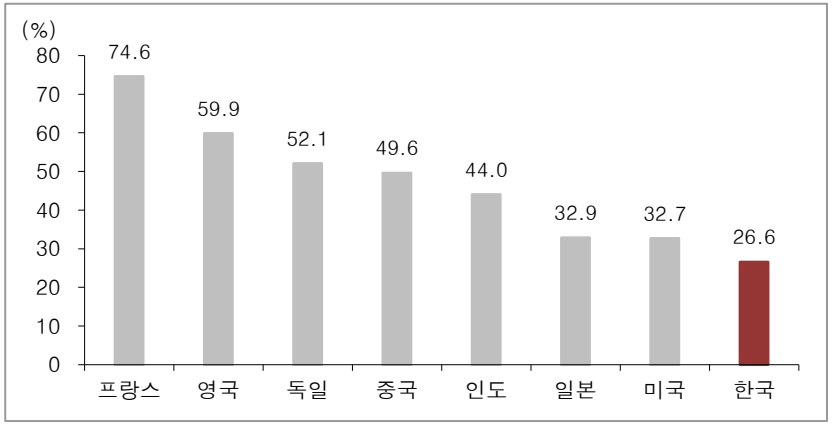
참고8. Valuation 비교

2026년 주요 국가별 ROE(TTM)



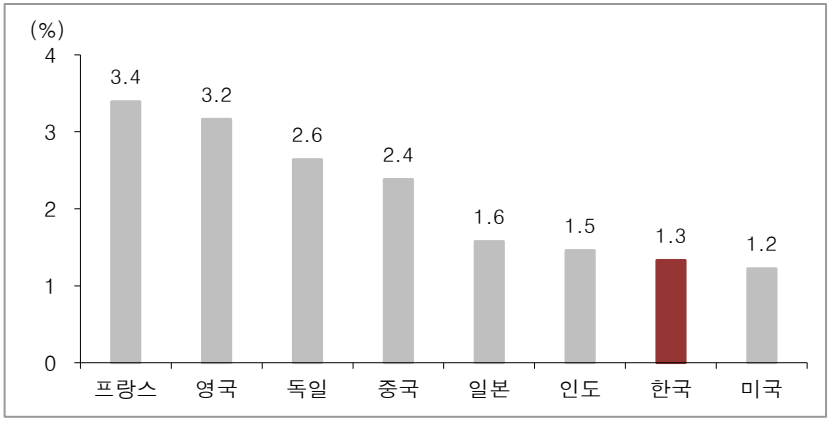
주: 2026년 3월 31일 기준 주요주가지수 평균
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 배당성향(TTM)



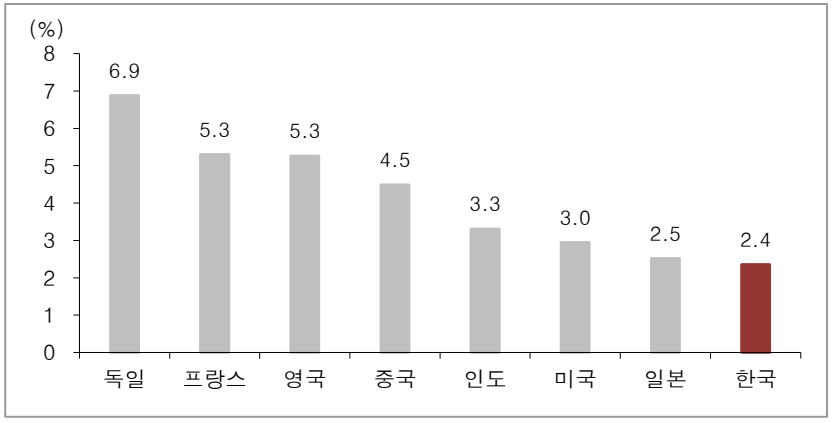
주: 2026년 3월 31일 기준 주요주가지수 평균
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 배당수익률(TTM)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 잉여현금수익률(TTM)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

참고9. 2026년 주요 업체 자기주식 소각 현황 및 계획

업체명	소각주식 수	소각(예정)일	자기주식 수 ('25년 말)	자기주식 비율 ('25년 말)	현황 및 계획
SK하이닉스	15,300,000	2/9	37,590,242	5.2%	'26년 2월 소각 완료
POSCO홀딩스	1,691,425	3/31	5,312,173	6.6%	'26년 2월 19일 이사회 결정 공시
KB금융	5,564,253 4,222,378	1/15 -	17,310,128	4.5%	'26년 1월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/6~4/20
신한지주	10,840,573 5,537,098	2/6 -	1	0.0%	'26년 2월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/9~7/10
하나금융지주	1,621,669 1,930,501	1/21 -	10,738,075	3.8%	'26년 1월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/2~4/30
우리금융지주	6,269,592	-	8,562,964	1.2%	자기주식 취득 예상기간: 2/10~6/10
삼성물산	7,807,563	3/13	7,808,963	4.6%	기취득 자기주식 소각에 대한 결정
메리츠금융지주	6,220,500	2/23	4,878,297	2.7%	신탁계약 통해 취득한 자기주식 소각에 대한 결정
SK	14,692,601	('27년) 01/04	17,502,703	24.8%	'26년 3월 9일 이사회 결정 공시
SK스퀘어	15,300,000	2/9	184,972	0.1%	'26년 2월 소각 완료
KT	4,215,851	-	9,945,243	4.0%	자기주식 취득 예상기간: 3/10~9/9
KT&G	3,300,000	2/12	14,189,001	11.6%	'26년 2월 소각 완료
현대백화점	778,808	4/28	995,627	4.4%	추가 취득하는 자기주식 연내 소각 진행할 예정
시프트업	330,000	3/31	957.955	1.6%	기취득 자기주식 소각에 대한 결정
넷마블	3,993,131	2/12	4,018,931	4.7%	'26년 2월 소각 완료
HPSP	1,699,120	3/13	2,849,637	3.4%	'26년 2월 12일 이사회 결정 공시
주성엔지니어링	787,200	2/25	1,574,399	3.3%	'26년 2월 소각 완료
셀트리온제약	149,993	3/24	43,678,692	0.6%	소각 완료 후의 발행주식총수는 변경 예정

자료: 전자공시시스템(DART), 흥국증권 리서치센터 정리

참고10. 1990년 이후 자사주 소각의 변화

자사주 소각 관련 시대별 주요 변화와 이슈 및 시장 환경

구분	소각 기업 수 (개사)	소각 총액 (조 원)	주요 이슈 및 시장 환경
1990년 ~ 2010년	연평균 5~10개 내외	미미 (수천억 미만)	자사주 소각에 대한 인식 부족 및 법적 제약
2015년 ~ 2020년	연평균 30~50개	약 1.5 ~ 2.5	대형 IT 및 금융주 중심의 간헐적 소각
2021년	64개	2.5	코로나19 이후 주주달래기용 환원 시작
2022년	78개	3.1	배당 중심에서 자사주 소각으로 환원책 다변화
2023년	102개	4.8	행동주의 펀드의 공격 및 주주제안 급증
2024년	165개	13.9	정부 밸류업 프로그램 가이드라인 발표
2025년	240개	21.4	자사주 소각 의무화 논의 및 밸류업 공시 확산
2026년	236개	약 46.0	상법 개정안 통과에 따른 선제적 대규모 소각

주: 2026년 3월 31일 누계 기준
자료: 전자공시시스템(DART), 흥국증권 리서치센터 정리

Thank you

http://www.heungkuksec.co.kr

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286